

Universidade de Lisboa

Faculdade de Direito



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

Loyalty Shares

Admissibilidade da figura das Ações de Lealdade nas Sociedades Anónimas

Débora Mestre Cabo

Sob orientação do Professor Doutor José Ferreira Gomes

Mestrado em Direito e Prática Jurídica

– Especialidade em Direito da Empresa

novembro de 2019

*Sempre chegamos ao sítio
aonde nos esperam.*

O livro dos Itinerários

Aos meus avós, para sempre.

Resumo

O presente trabalho centra-se na admissibilidade da aplicação da figura das ações de lealdade, enquanto figura que visa premiar um acionista que durante um determinado lapso temporal (período de lealdade) mantém as suas ações, no seio das sociedades anónimas portuguesas.

Estas são criadas como um modo de combate às políticas que se centram no lucro imediato (políticas de *short-termism*), de alienação rápida das ações e de pouco, ou nenhum, envolvimento entre o investidor e a sociedade. Por isso, nascem e possuem uma intrínseca relação com o sócio, tendo consequentemente um carácter *intuitus personæ*, sem o qual não existem. Desta sua ligação ao sócio resulta que esta figura se afasta daquilo que habitualmente caracteriza uma sociedade anónima, onde o carácter personalístico é preterido.

Observámos, através do estudo de ordenamentos jurídicos onde a figura já vigora, como é o caso de França e Itália, o conteúdo das ações de lealdade. As mesmas contemplam um benefício extra, usualmente um direito de voto duplo ou a atribuição de um dividendo majorado e, por isto, concluímos que os direitos advindos destas apresentam-se como direitos especiais, em contraposição aos direitos gerais que são aqueles que são adquiridos por todos os sócios.

Por tal, fomos obrigados a concluir que a sua existência apenas se coadunaria com o regime societário português se as mesmas fossem inseridas e transmitidas através de categorias de ações, mas tal adequação é impossível por, tal como explanámos *supra*, as mesmas conterem um carácter personalístico, obstando este a que as ações de lealdade sejam tratadas enquanto categorias e não estando dependentes do sócio que as detém.

Pelo facto de se apresentar como um benefício extra foi, ainda, necessário introduzir uma pequena abordagem ao princípio da igualdade dos sócios, que aqui usámos no sentido de ser um princípio da proporcionalidade, por nas sociedades se atribuírem direitos (deveres) aos sócios na proporção das suas ações. Do qual resultou que, segundo a lei portuguesa, não existe qualquer impossibilidade de determinados sócios possuírem mais (ou menos) direitos que outros.

Atendemos ainda à (in)compatibilidade do regime de transmissão de ações de lealdade, onde a transmissão é proibida, durante o período de lealdade, com o regime de transmissão de ações em sede de sociedades anónimas no atual CSC, de tal resultou, mais uma vez, a impossibilidade de adequação de um ao outro.

Face ao estudo feito, e às pequenas conclusões que fomos apresentando, concluímos que é impossível, à luz do quadro jurídico atual e do modo como está desenhado o regime das sociedades anónimas no CSC, a aplicação do regime das ações de lealdade por o mesmo ser incompatível com o primeiro.

Palavras-chave: ações de lealdade; sociedades anónimas; voto duplo; dividendo majorado; short-termism.

Abstract

This paper focuses on the study of the application of the loyalty shares figure in portuguese company law.

Loyalty shares are a figure that rewards a shareholder that olds his shares for certain amount of time (called loyalty period).

These shares were created to combat policies that are only concerned with short-term gains (short-termism, fast buy and sell policies, and low to no involvement of the shareholder in the company. Therefore, they were born with an intrinsic relationship with the shareolder, having an *intuitus personæ* character, without which they do not exist. It follows from this personal connection with the shareholder that these shares depart from those which usually characterize a private limited company (*sociedades anónimas*), where the personal character is neglected.

Through this paper we were able to understand the content of the loyalty shares by studying french and italian company law, where this figure already exist. We were able to conclude that its core provides to the shareholder, that holds that loyalty share, an extra benefit: an extra vote or an additional dividend right. For that reason we were able to conclude that a loyalty share gives to its shareholder a special right.

Therefore, we were obliged to conclude that their existence would only be in line with the portuguese company law if they were inserted and transmitted through share categories, but such adequacy is impossible because, as we explained above, they contain a personalistic character, which prevents loyalty shares from being treated as categories because they dependent on the shareholder holding them.

As the loyalty share gives an extra benefit it was necessary to study if that extra right was violating the principle of equal treatment between shareholders, here used as principle of proporcionality, as the shareholders have their rights in proportion to their shares. Which resulted that, according to portuguese company law, it is possible for some shareholders to have more (or less) rights despite the proportion of their shares.

We were obliged to pay attention to the (in)compatibility of the share transmission system of the loyalty shares and the portuguese company law share transmission system.

In the portuguese system it is not possible to forbid the transmission for a certain period of time (loyalty period) which is completely necessary under the loyalty shares system. For that reason the two of them are incompatible.

In light of the study and the small conclusions that we have been presenting, we finally conclude that is impossible, according to the current portuguese company law, to apply the loyalty shares regime because it is incompatible with the former.

Key-words: loyalty shares; double vote; private limited company (sociedades anónimas), additional dividend; short-termism.

Lista de Abreviaturas

Ac.- Acórdão

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CVM- Código dos Valores Mobiliários

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

S.A- Sociedades Anónimas

STJ- Supremo Tribunal de Justiça

TRC- Tribunal da Relação de Coimbra

TRP- Tribunal da Relação do Porto

Índice

Introdução	2
1. Enquadramento geral: As <i>loyalty shares</i> como resposta ao <i>short-termism</i> no governo societário	4
1.1. Short-termism: Definição e Consequências	4
1.2. O Combate ao Short-termism: As Ações de Lealdade	6
2. As Ações de Lealdade e o Princípio da Proporcionalidade dos Sócios	9
2.1. O Princípio da Proporcionalidade nas Sociedades Anónimas	9
2.2. É uma Detenção assente na Proporcionalidade mais benéfica para a Sociedade?	10
2.3. A Consagração do Princípio da Proporcionalidade e das suas Exceções no CSC	13
3. Enquadramento jurídico das <i>Loyalty Shares</i>	17
3.1. Os direitos especiais do sócio à luz do CSC	18
3.2. Os direitos especiais nas S.A: as categorias de ações	20
3.3. As Ações de Lealdade enquanto um Direito Especial do Sócio	22
3.4. O <i>intuitus personae</i> nas Ações de Lealdade	25
4. Período de Lealdade	27
5. As Recompensas por Lealdade	30
5.1 Dividendos Majorados	30
5.1.1. Concretização do Direito ao Lucro: O Direito ao Dividendo	30
5.1.2. <i>Maggiorazione del Dividendo</i> : O Dividendo de Lealdade em Itália	32
5.1.3. O Caso da DMS: O Dividendo de Lealdade na Holanda	34
5.1.4. Desvantagens e Benefícios	37
5.1.5. A Impossibilidade da aplicação do Dividendo de Lealdade no Quadro Legal Vigente.	38
5.2 Direitos de Voto Extra - A querela do voto duplo	39
5.2.1. O Direito ao Voto no CSC	39
5.2.2. O Princípio do <i>one vote, one share</i> no CSC e as suas derrogações	41
5.2.3. Direito de Voto Duplo Por Lealdade: O Caso Francês da <i>Loi Florange</i>	42
5.2.4. Direito de Voto Duplo Por Lealdade: O Caso Italiano.	44
5.2.5. Direito de Voto Duplo Por Lealdade: As Soluções de Outros Ordenamentos Jurídicos	46
5.2.6. A Proibição do Voto Duplo No CSC	47
5.3. As <i>L-Warrants</i>	52

6. O regime de transmissão de ações: As Ações de Lealdade como limite à livre transmissibilidade.	56
6.1. A transmissão de Ações no CSC	56
6.2. A transmissão e Ações no CVM	58
6.3. Seria o Regime Português da Transmissão de Ações coadunante com o fim das Ações de Lealdade?	59
6.4. A Transmissão das Ações no Regime das Ações de Lealdade: As Soluções dadas pela lei Italiana e Francesa.	60
Considerações Finais	62
Bibliografia	64
Bibliografia Online	67
Sites Consultados	69
Jurisprudência	70

Introdução

O tema da presente dissertação centra-se no estudo da aplicação da figura das ações de lealdade às sociedades anónimas conforme consagradas no regime jurídico português.

As ações de lealdade consubstanciam-se numa figura que visa premiar um acionista que durante um determinado período mantém as suas ações ora, a necessidade da criação de uma figura como esta, que procura vincular o acionista à sociedade através da atribuição de uma recompensa, nasce da necessidade de combater as políticas que procuram o benefício imediato (políticas de *short-termism*), em detrimento de um futuro mais sustentável da sociedade (em que seriam adotadas políticas de *long-termism*). São, por isso, um modo de combate ao primeiro.

Diretamente ligado à problemática da aplicação de um instrumento como o das ações de lealdade encontra-se o facto do mesmo criar uma situação jurídica que coloca um sócio numa posição de desigualdade perante outro que não possua esta possibilidade de um direito extra. Por tal, analisaremos como o princípio da proporcionalidade se encontra presente no CSC e, na relação entre os sócios. Para além do exposto, visamos ainda compreender de que forma podem existir situações nas quais seja possível, licitamente, ultrapassar este princípio.

Partiremos depois para a possibilidade da inserção das ações de lealdade face ao disposto na lei portuguesa. Teremos por base os conceitos e as figuras que vigoram no CSC e se, face aos mesmos, se é possível enquadrar as ações de lealdade. Iremos averiguar se as mesmas atribuem, ou não, um direito especial e, em consequência, se necessitam de ser criadas e transmitidas segundo as regras das categorias de ações.

Seguidamente, avançaremos para as soluções que foram apresentadas noutros ordenamentos jurídicos, nomeadamente, o italiano e o francês. Apresentaremos os requisitos e as recompensas (dividendo majorado e voto duplo) que, nestes ordenamentos, foram efetivamente aplicadas e estudaremos se as mesmas podem ser utilizadas como base para aplicação das ações de lealdade, em sede das sociedades anónimas portuguesas. Faremos ainda uma pequena passagem pela figura dos *L-warrants*.

Por último, estudaremos o modo como o regime legal da transmissão de ações se coaduna, ou não, com a figura das ações de lealdade.

1. **Enquadramento geral: As *loyalty shares* como resposta ao *short-termism* no governo societário**

1.1. Short-termism: Definição e Consequências

I. O termo *short-termism* traduz-se numa preferência por estratégias que beneficiem os ganhos imediatos em detrimento de uma aposta num plano estruturado com o qual apenas se obteriam resultados a longo prazo, contrapondo-se a esta, a expressão *long-termism*, que representa uma estratégia de investimento que, por sua vez, procura não apenas ganhos imediatos mas, e especialmente, resultados que se manifestarão durante um largo período de tempo.

O foco numa estratégia de *short-termism* surge sobretudo em sociedades cujos acionistas são, na sua maioria¹, investidores institucionais, uma realidade que tem vindo a aumentar², razão pela qual se alerta para os riscos da mesma³.

II. As decisões que tenham na sua base uma estratégia de tipo *short-termism* podem colocar em risco o futuro da sociedade, comprometendo o seu desempenho a diversos níveis, inclusive financeiro, na medida em que tais decisões contemplam tão só uma rápida maximização dos lucros da sociedade ignorando a complexidade da gerência da mesma, assim como os riscos que possam estar associados a estes planos de valoração imediata. Entre os efeitos negativos causados por estas estratégias encontra-se a condução da sociedade a um nível de investimento sub otimizado, por exemplo, em termos de

¹Num mercado cada vez mais disperso, os investidores individuais acabam por ser reprimido pelos investidores institucionais.

²No fim do século XX mais de 70% das ações das sociedades cotadas no mercado do Reino Unido eram detidas por investidores institucionais (John Armour, Simon Deakin and Suzanne J. Konzelmann, “Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance”, *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge*, Working Paper No. 266, junho 2003, p. 17.

³Denote-se, no entanto, que a existência de investidores institucionais como acionistas não contempla por si só uma preferência uma estratégia que tenha por base o *short-termism*. Assim, por exemplo, a Hermes Investment Management criou um fundo cujo objetivo primário é maximizar o valor das ações a longo prazo. Neste caso, o fundo tem uma equipa que monitoriza a administração e a performance da sociedade atuando em conjunto com a direção da mesma com vista a uma valoração a longo prazo. Esta não é, no entanto, a regra.

*investigação e desenvolvimento, o que seria prejudicial para os resultados a longo prazo, tanto para as sociedades como para os investidores*⁴.

Ou seja, os investidores de “curto-prazo” são pouco suscetíveis a procurarem apostar em políticas benéficas a longo prazo, pois apenas procuram o ganho imediato. No fundo, o sócio que atua segundo um plano de *short-termism* procura apenas aumentar o valor das ações que possui com o intuito de voltar a aliená-las no mercado, o mais rapidamente possível.

Mas, pese embora a principal razão que leva à preferência do *short-termism* face ao *long-termism* seja o desejo pela rápida liquidez, tal como apontam MIGUEL COELHO e PEDRO VARGA MATOS⁵, existem ainda outros motivos que podem levar a esta predileção. Os Autores dão outros exemplos, como é o caso da assimetria informativa ou das próprias características do sistema financeiro, entre outros.

III. Tal como tem vindo a acontecer um pouco por todo o mundo, também em Portugal⁶ é possível assistir a esta mudança de paradigma na estrutura acionista. O perfil do acionista português passa agora por ter um objetivo mais financeiro. Passa-se da existência de múltiplos acionistas para a existência de um número de acionistas institucionais⁷ e profissionais que detêm conjuntamente poder para exercer o controlo, mas que optam por, na maioria das vezes, não o fazer⁸.

⁴ Ponto 15 do Considerando da Diretiva 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=PT>

⁵ Pedro Verga Matos e Miguel Coelho, “Short-termism in Euronex Lisbon: An empirical analysis” *European Journal of Management Studies*, Volume 21, Issue 1, 49-75, p. 53.

⁶ *Em Portugal, as alterações na estrutura acionista de entidades cotadas e instituições financeiras sob stress marcam a entrada desse fenómeno na caracterização do perfil acionista das nossas empresas, crescentemente detido por veículos cuja vocação é essencialmente (ou em alguns casos, exclusivamente) financeira: em vez de uma plethora de investidores dispersos, as empresas contam cada vez mais frequentemente com um número reduzido de acionistas institucionais e profissionais, que detêm participações por conta de outros mas que, no seu conjunto, os colocam em posições que lhes atribuem o poder de exercer o controlo, o que muitas vezes optam por não fazer.* Disponível para consulta em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ConferenciasdaCMVM/Documents/Confer%C3%A2ncia%20FP%20em%20CG%20-%20GFD.pdf>, p. 9.

⁷ Podemos ainda perguntar-nos se, para um bom governo societário, não seria até mais benéfico que este tipo de investidores tivesse um papel mais ativo na vida da sociedade. Sobre este tema vide Carlos Francisco Alves, “Deverão os investidores institucionais envolver-se no governo das sociedades?”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 8, p. 91-123.

⁸ Gabriela Figueiredo Dias, “Flexibilidade e proporcionalidade em Corporate Governance” disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ConferenciasdaCMVM/Documents/Confer%C3%A2ncia%20FP%20em%20CG%20-%20GFD.pdf>

IV. A máxima de que existe uma relação direta entre o desempenho da sociedade e os ganhos dos seus acionistas já não traduz a realidade empírica. Isto porque, o facto da maioria acionista consagrar investidores institucionais faz com que estes procurem no exercício do seu mandato a maximização do lucro. Existe, por outro lado, uma falta de incentivo outrora presente para seguir de forma atenta e individual as empresas e, também para a existência de um ativismo acionista uma vez que, a persecução de tais meios importa custos elevados para os acionistas. Prova disto é o estudo apresentado pela Comissão Europeia no qual se concluiu que *os investidores institucionais e os seus gestores de ativos não estão suficientemente empenhados no desempenho efetivo (a longo prazo) das sociedades, concentrando-se muitas vezes nas variações do preço das ações e na estrutura dos índices dos mercados de capitais*⁹.

1.2. O Combate ao Short-termism: As Ações de Lealdade

I. Face ao que foi exposto sobre as possíveis consequências nefastas¹⁰ de uma abordagem ao governo societário em que o fim último é a venda das ações da sociedade em causa e, o desinteresse absoluto sobre o futuro daquela, pensamos que é necessário adotar soluções que incentivem os sócios a prolongar a sua estadia na vida da sociedade. Alertada para o problema e com vista a fazer-lhe frente, a Comissão Europeia, em 2012, emitiu um plano de ação onde se propunha a imposição de um número limitado de obrigações aos investidores institucionais, a fim de alcançar um verdadeiro compromisso, assim como maior transparência por parte destes nas suas políticas de voto¹¹. Assim, em

⁹Estudo apresentado na Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, que altera a Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho de 2007 no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades, disponível em: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:59fccf6c-c094-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0014.01/DOC_1&format=PDF, p. 4.

¹⁰ Há, no entanto, que salientar que nem toda a Doutrina concorda que uma estratégia de short-termism seja por si negativa uma vez que torna o mercado mais eficiente. Cfr. P. Alexander QUIMBY, “Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, *Florida State University Law Review*, Volume 40, Issue 2, 389-413, p. 396.

¹¹ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, Ao Comité económico e social europeu e ao Comité das Regiões-Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN>, p. 5.

2017 aprovou-se a Diretiva 2017/828¹² do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que veio alterar a Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho de 2007, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

Esta alteração levada a cabo pela União Europeia torna ainda mais clara a necessidade de cada Estado-Membro se debruçar sobre as suas políticas de incentivo à estadia prolongada dos acionistas nas sociedades.

II. Para nós¹³, uma das soluções passa pela consagração no regime jurídico português das ações de lealdade¹⁴: tal como o seu nome indica, as ações de lealdade procuram premiar o sócio que é leal à sociedade. Por *leal à sociedade* designamos o acionista que adquire e mantém durante um determinado período (o período de lealdade) a sua ação, conservando-a ao invés de a alienar prematuramente¹⁵, é por tal, *uma solução para a crescente passividade dos acionistas e para o seu distanciamento do “centro” das decisões*¹⁶. O benefício concedido por estas pode variar: este pode consubstanciar um direito de voto extra, ou um pagamento extra em matéria de dividendos ou, ainda, um direito de subscrição de outras ações¹⁷.

¹² Esta Diretiva não figura, ao momento, no ordenamento jurídico português, uma vez que aguarda transposição.

¹³ Posição também defendida por Mirjam Staub-Bisang quando confrontada em entrevista com a pergunta de qual seria a melhor solução para tornar os fundos de investimento mais envolvidos nas políticas das sociedades. Entrevista que pode ser consultada em: <https://www.ipe.com/investment/esg/are-loyalty-shares-a-game-changer/www.ipe.com/investment/esg/are-loyalty-shares-a-game-changer/10000182.fullarticle>. Com o mesmo entendimento Ricardo Jorge Seabra Barros, As Ações de Lealdade nas Sociedades Anónima e, Patrick Bolton e Frédéric Samama, “Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors”)

¹⁴ Como aponta QUIMBY, outras alterações poderiam ser feitas e com mais impactante relevância prática, nomeadamente, através de alterações em matéria de benefícios fiscais. Vide: P. Alexander QUIMBY, “Addressing Corporate ...”, *Florida State University Law Review*, Volume 40, Issue 2, p. 389-413, *cit.*, p. 409.

¹⁵ Denote-se que nos Estados Unidos da América o período médio de detenção é inferior a 12 meses findo o qual o acionista procede à alienação da sua ação. Razão pela qual o *US Securities and Exchange Commission* propôs que se adotasse uma regra segundo a qual os acionistas que detivessem as suas ações por um período mínimo de 3 anos teriam como recompensa o direito de poder nomear candidatos para o lugar de administrador. Esta proposta foi invalidada pelos tribunais norte americanos. (Thomas Conanham, Lionel Lesur, Lindsey Reighard and Louis Leroy, “Rewarding Long-Term Shareholders: European and US Loyalty Shares Programmes” disponível em <http://www.mondaq.com/unitedstates/x/629580/Shareholders/Rewarding+LongTerm+Shareholders+European+And+US+Loyalty+Share+Programmes>).

¹⁶ Ricardo Jorge Seabra Barros, As Ações de Lealdade nas Sociedades Anónimas: Introdução e Limites à sua Transmissibilidade, Dissertação de Mestrado, Universidade de Coimbra, Faculdade de Direito, Coimbra, janeiro de 2018, *cit.*, p. 16.

¹⁷ *Infra* analisaremos cada um destas recompensas.

III. O instituto em questão ficou conhecido em 1991, quando o CEO da Michelin expressou que *os acionistas que se orientem por uma política a longo-termo e que mantenham as suas ações durante este período crítico para a empresa serão recompensados*¹⁸⁻¹⁹⁻²⁰.

IV. A consagração legal deste instituto encontra-se atualmente²¹ presente no ordenamento jurídico francês²² e italiano nos quais podemos encontrar um regime de premiação por lealdade, no artigo 127-*quater* do *Testo Unico della Finanza*, sob a epígrafe *maggiorazione del dividendo*²³. Sendo que a sua consagração no ordenamento jurídico suíço também já alvo de discussão²⁴ não tendo a mesma fruído qualquer efeito em matéria legislativa.

¹⁸ Thomas Conanham, Lionel Lesur, Lindsey Reighard and Louis Leroy, “*Rewarding Long-Term Shareolders: European and US Loyalty Shares Programmes*” disponível em http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/long-term-financing/docs/contributions/individuals-and-others/sovereign-wealth-fund-research-initiative-annex_en.pdf, p. 8.

¹⁹ Tradução nossa.

²⁰ No caso Michelin as Ações de Lealdade concedidas seguiram a forma de warrant, concretamente de call-warrant.

²¹ Em França a discussão deste regime remonta a 1993 quando quatro sociedades cotadas francesas propuseram a inserção de uma cláusula de fidelidade nos seus estatutos, a qual previa que os acionistas que detivessem as suas ações por um período de dois anos receberiam um prémio de fidelização.

²² Sob a denominação de *Loi Florange*.

²³ Ambos os regimes serão objeto de uma análise mais detalhada *infra*.

²⁴ Na Suíça a aplicação deste regime foi afastada, embora defendida pela maioria das sociedades, que preferem acionistas de longo curso em detrimento daqueles que apenas procuram a *short trade*, por se considerar que violava o princípio do tratamento igualitário entre sócios.

2. As Ações de Lealdade e o Princípio da Proporcionalidade dos Sócios

I. Como ficou exposto no capítulo anterior, as ações de lealdade têm como objetivo premiar o acionista que atue numa base *long-termist*, ou seja, que não procure apenas o lucro imediato, mas antes beneficiando aqueles que permaneçam na sociedade durante um período de tempo mais duradouro. Feita esta pequena introdução, cumpre assinalar as implicações deste instituto no ordenamento jurídico comercial português. Princípios pela sua delimitação segundo o princípios basilares de Direito Comercial, em concreto, pela sua convivência com o Princípio da Proporcionalidade.

Assim, neste ponto procuraremos essencialmente responder a duas questões: em, em primeiro lugar, indagar se a existência de um instituto como o das ações de lealdade é violador do princípio da proporcionalidade dos sócios e, em segundo lugar, a de saber se, existindo essa violação, ela é admitida no ordenamento jurídico português e quais os critérios que permitem a sua existência lícita.

2.1. O Princípio da Proporcionalidade nas Sociedades Anónimas

I. Primeiramente, cumpre estabelecer que, no caso das sociedades anónimas, não existe um absoluto princípio da igualdade²⁵⁻²⁶ entre os sócios²⁷⁻²⁸, uma vez que, a medida da sua igualdade será sempre aferida tendo sempre por referência a quantidade das ações detidas por cada um deles. Funciona, portanto, o *princípio da maioria definida em função*

²⁵ O ponto 46 da Diretiva 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, recomenda que haja legislação que proteja o tratamento igualitário entre sócios. Este princípio resultava já do artigo 42º da 2ª Diretiva de Direito das Sociedades.

²⁶ PEREIRA DE ALMEIDA defende que o princípio da igualdade do tratamento dos acionistas, presente na generalidade das legislações comerciais modernas, não funciona *per se* como grande princípio no sistema jurídico comercial português. Isto porque, na sua opinião, *o princípio da igualdade de tratamento começa onde acabam os estatutos*. (António Pereira de Almeida, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume 1, 7ª Edição Reformulada e atualizada, Coimbra Editora, 2013, p.121.

²⁷ O CSC consagra no seu artigo 321.º que *as aquisições e alienações de ações próprias devem respeitar o princípio do igual tratamento do acionista*. Este princípio tem ainda reflexo no artigo 344.º n.º 2 do CSC.

²⁸ O direito de igualdade de tratamento encontra-se consagrado no artigo 15º CVM onde se estipula que *deve existir um tratamento igual aos titulares dos valores mobiliários que pertençam à mesma categoria*, ainda que pertençam a emissões diferentes ou séries diferentes, como consagrado no artigo 45º CVM.

*e na proporção das frações detidas no capital social*²⁹, vigorando, desta forma, o princípio da proporcionalidade. Assim, quanto maior for a quota de ações do sócio maiores serão os seus direitos de participação. O princípio advoga então a existência de uma proporcionalidade intrínseca entre a posse (das ações) e o controlo da sociedade, o designado *one share - one vote*. No entendimento de FRANCISCO LEÓN SANZ³⁰ o princípio da proporcionalidade *constitui um princípio básico na arquitetura do tipo societário sociedade anónima, dado que se apoia na configuração dos direitos e obrigações dos sócios com fundamento em critérios patrimoniais e não pessoais. Tem como justificação material a correlação entre risco e controlo. Mais, segundo este é desejável que em sociedades cotadas exista ainda uma distribuição proporcional entre os cash flow rights e os control rights*.

Por conseguinte, à partida, *a todos os acionistas, na proporção do capital detido*³¹, serão reconhecidos idênticos direitos e deveres³². No entanto, esta afirmação deve ser contraposta ao princípio da autonomia privada, princípio este que advoga que qualquer acionista deve deter a mesma fração de direitos de *cash flow* como de direitos de voto, do mesmo modo que deve existir uma proporcionalidade entre a detenção da ação e o controlo sobre a empresa. *A proporcionalidade é entendida como sendo uma consequência lógica, num duplo sentido. Primeiro porque os acionistas como requerentes residuais têm com maior interesse em aumentar o valor da empresa e segundo, porque os direitos de voto devem coincidir com os incentivos económicos*³³.

2.2. É uma Detenção assente na Proporcionalidade mais benéfica para a Sociedade?

²⁹Jorge Miranda, “Grupos de Sociedades e Princípio da Igualdade”, *Revista do Tribunal Regional Federal*, 3º Região-Separata, n.º 79, Set-Out 2006, São Paulo, p. 50.

³⁰Francisco León Sanz, “Los Mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas”, *Diario La Ley*, Nº 7463, 2010, p. 6.

³¹ Isto porque, *nas sociedades de capitais ou de responsabilidade limitada, em que o elemento patrimonial prevalece sobre o elemento pessoal a igualdade afere-se à contribuição patrimonial e não per capite.*) António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, cit., p. 121.

³²António Menezes Cordeiro, *Direito das Sociedades II – Das Sociedades em Especial*, 2ª Edição de 2007, 3ª Reimpressão, Lisboa, Almedina, 2017, p. 575.

³³ GROUP, OECD, Steering Group on Corporate Governance, “Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion”, dezembro de 2007, p. 6. Tradução nossa.

I. A União Europeia³⁴ tem proclamado pela aplicação de normas que se baseiem e promovam uma política interna e uma participação social que tenha por base o princípio da proporcionalidade, ou seja, em que a detenção de X ações represente materialmente X no controlo da sociedade e não X+1 ou X+10. Ora, é certo que a existência de institutos como o das ações de lealdade afronta uma detenção que assente no princípio da proporcionalidade, uma vez que o mesmo procura atribuir direitos extra, independentes do número de participações sociais. Em consequência, respondemos assim afirmativamente à primeira questão por nós levantada: um instituto como o das ações de lealdade, efetivamente, atenta contra o princípio da proporcionalidade.

II. Empiricamente os resultados têm sido diversos, veja-se, como exemplo, o resultado do estudo publicado pela Comissão em 2007, que fora feito pela *Institutional Shareholder Services Europe (ISS Europe)*, pelo *European Corporate Governance Institute (ECGI)* e pelo escritório *Shearman & Sterling LLP*. No mesmo, não foi possível chegar à conclusão de que exista uma verdadeira causa-efeito entre desvios ao princípio da proporcionalidade e a *performance* económica das empresas cotadas. No entanto, foi possível concluir que os investidores tendem a responder negativamente à existência de mecanismos que não assentem numa base de proporcionalidade entre o capital detido e o controlo exercido na sociedade³⁵, como acontece no caso dos instrumentos que serviram de base a este relatório: as *dual class shares*, as *Pyramids*³⁶ e o *cross-ownership*³⁷.

III. A doutrina, por seu turno, acaba por ter entendimentos também eles divergentes. Assim, MORTEN BENNEDSEN e KASPER MEISNER NIELSEM³⁸ defendem que uma *atuação que não tenha como base o princípio da proporcionalidade*

³⁴ Em 2002 a União Europeia propôs a aplicação da *break-through rule* que determinava que qualquer acionista que detivesse 75% dos direitos de *cash flow* deveria possuir o controlo da sociedade de modo a facilitar *takeovers* por parte de sociedades que não respeitassem na sua política interna o princípio da proporcionalidade. Esta proposta acabou por não ter acolhimento.

³⁵ Conclusões obtidas em http://europa.eu/rapid/press-release_IP-07-751_en.htm.

³⁶ Existe uma estrutura em pirâmide quando os grupos de empresas possuem estruturas indiretas de controlo. Neste caso *o controlo é exercido ao longo de uma cadeia top-down com os ultimate owners situados no vértice da pirâmide e os sucessivos níveis de domínio a representar a crescente separação entre separação entre propriedade e controlo das empresas localizadas nos níveis inferiores*. (Ana Perestrelo de Oliveira, Manual de Grupos de Sociedades, Almedina, 2017, p. 136.) Também sobre a influência deste instrumento no desempenho financeiro da sociedade são inconclusivos os estudos.

³⁷ Segundo os dados apresentados na Tabela 1 do artigo “Incentive and entrenchment effects in European ownership” de Morten Bennedsen e Kasper Meisner Nielsen, em Portugal, à data do estudo, apenas 9 em 70 sociedades optavam por um mecanismo de separação entre *cash flow* e controlo. Destas 9 todas elas aplicavam o sistema de Pirâmide.

³⁸ Morten Bennedsen e Kasper Meisner Nielsen, “Incentive and entrenchment effects in European ownership”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, issue 9, 2212-2229 2010, p. 2217. Tradução nossa.

melhora e incentiva o controlo por parte do acionista uma vez que este não perde tanto tempo a negociar as decisões da vida da sociedade com outros acionistas. Havendo um melhor controlo da atuação do administrador, este despende menos recursos da sociedade o que ceteris paribus aumenta residualmente o valor de mercado da sociedade. Em sentido oposto, e numa análise das consequências da ultrapassagem do princípio da proporcionalidade, por imposição de tetos de voto, FERREIRA GOMES e REIS concluem que *o princípio da proporcionalidade não encontra fundamento na eficiência económica*³⁹.

Segundo conclusões de MORTEN BENNEDSEN e KASPER MEISNER NIELSEM⁴⁰ *o impacto da desproporcionalidade não vale por si só, está antes correlacionado com o grau de proteção que o ordenamento jurídico em causa concede ao investidor.* Portanto, quanto maior for o nível de proteção do investidor maior é o efeito negativo da existência de instrumentos que potenciem a desproporcionalidade entre a detenção de ações e o controlo da sociedade. Em sentido contrário, em ordenamentos jurídicos nos quais a proteção do investidor é residual, não se sente o impacto destes instrumentos.

Também, no tocante à correlação entre o princípio da proporcionalidade e o *firm value*, é importante esclarecer que os estudos realizados apontam no sentido de que uma sociedade que respeite este princípio tem mais valor comercial. Todavia, os valores dessa relação diferem consoante o instrumento utilizado para proceder a tal desproporcionalidade⁴¹⁻⁴²⁻⁴³⁻⁴⁴.

³⁹ José Ferreira Gomes e Nádia Reis “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?”, RDS IX (2017), n.º 2, 323-356, p. 333.

⁴⁰ Morten Bennedsen e Kasper Meisner Nielsen, “The Principle of Proportionality: Separating the Impact of Dual Class Shares, Pyramids and Cross-ownership on Firm Value across Legal Regimes in Western Europe”, fevereiro de 2005, p. 1. Tradução nossa.

⁴¹ Morten Bennedsen e Kasper Meisner Nielsen, The Principle of Proportionality, cit., p. 13.

⁴² Neste estudo foram consideradas as *dual class shares* assim como as *pyramids*, concluindo-se que o efeito negativo das primeiras é mais forte que o das segundas.

⁴³ Como explica FERRARINI, a regra *one share- one vote* não é uma regra que se justifique pela sua eficiência económica. (Guido Ferrarini, “One Share- One Vote: A European Rule?”, European Corporate Governance Institute, Working Paper n.º 58/2006, Janeiro 2006, p. 26).

⁴⁴ No estudo realizado por MIKE BURKART e SAMUEL LEE a conclusão foi a de que, também no caso das OPA’s o impacto dos desvios à regra do *one share, one vote* variava também consoante o contexto da mesma, nomeadamente, da estrutura da sociedade. (Mike Burkart, e Samuel Lee, “One Share - One Vote: The Theory”, *Swedish Institute for Financial Research (SIFR)*, maio de 2007, cit., p.42).

IV. Do exposto resulta a impossibilidade de responder com absoluta certeza sobre a utilidade e/ou benefício de uma organização societária que não respeite o princípio da proporcionalidade. No entanto, a OCDE ⁴⁵ defendeu em 2007 que deve existir proporcionalidade entre a detenção e o controlo da sociedade (*one share - one vote*) nas empresas cotadas. Os dois grandes argumentos apresentados foram: em primeiro lugar, que quando a propriedade e o controle estão concentrados, ou seja, há poucos mas grandes acionistas, então há um melhor governo da sociedade porque o acionista tem um maior poder de influência sobre a administração⁴⁶. Por outro lado, apelou-se ao facto de uma separação entre os direitos de voto e os direitos de *cash flow* poder comprometer a eficiência, isto porque se defendeu que uma concentração de direitos de voto e, consequentemente, mais controlo sobre a sociedade levará a que a influência detida sobre a administração beneficie a empresa no seu todo e não apenas pressionar para que sejam tomadas decisões que só trarão resultados positivos em termos de direitos de caixa⁴⁷.

2.3. A Consagração do Princípio da Proporcionalidade e das suas Exceções no CSC

I. Por seu turno, na legislação portuguesa, o CSC consagra no artigo 384.º n.º 1 a regra de que a cada ação corresponde um voto, tal preceito corresponde ao expoente máximo do princípio da proporcionalidade⁴⁸ e à regra geral do *one vote, one share*.

No entanto, o n.º 2 do mesmo artigo prevê a possibilidade de ser aposta uma limitação a este princípio. Por tal, estabelece o mesmo que através do contrato de sociedade a sociedade pode, em dois casos, não fazer corresponder proporcionalmente o número de direitos de votos ao número de participações sociais detidas. As situações referidas nas alíneas a) e b) do artigo 384.º n.º 2 correspondem à figura conhecida dos

⁴⁵ GROUP, OECD Steering Group on Corporate Governance, “Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion”, dezembro de 2007.

⁴⁶ GROUP, OECD Steering Group on Corporate Governance, “Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion”, cit., p. 7.

⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁸ Como bem explana TORRES EIRO, este princípio assenta na *premissa de que são os acionistas, na proporção das ações de que são titulares, os mais legitimados para tomar decisões relativamente à sociedade, na medida em que são eles quem suporta o risco económico associado a essas ações sendo, por conseguinte, também os mais interessados na maximização do valor da sociedade*. (Joana Torres Ereio, “One share, one vote – os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 20/2016”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 96-106, p.96 disponível em: https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5153/documento/foro_por03.pdf?id=6829)

tetos de voto⁴⁹, onde, *onde o acionista não deixa de ser chamado a quinhonar nas perdas da sociedade na proporção da sua participação, até ao limite da sua entrada, mas perde o poder proporcional de voto que o acompanharia perante a solução legal supletiva*⁵⁰. Neste caso em concreto, a lei verga o princípio da proporcionalidade para atenuar o poder da maioria⁵¹.

Uma outra situação, que se encontra legalmente consagrada, e que permite um desvio lícito ao princípio da proporcionalidade, é a das ações preferenciais sem voto⁵²⁻⁵³⁻⁵⁴⁻⁵⁵. Nesta caso, há uma supressão do direito de voto, ou seja, 1 ação corresponde a 0 votos⁵⁶ mas a mesma é compensada com a atribuição de uma preferência deste acionista no momento da distribuição do dividendo. Por tal, o dividendo deverá, primeiramente, ser distribuído por aqueles que detêm este tipo de ações e, só posteriormente, pelos detentores dos demais tipos de ações. É ainda possível que a esta prioridade se alie a uma majoração do dividendo, ou seja, para além de um pagamento feito em primeiro lugar, passa a existir também um pagamento do dividendo superior àquele que será o dividendo

⁴⁹ Este mecanismo encontra-se previsto *estatutariamente num número significativo de sociedades cotadas portuguesas* (André Figueiredo, “Voto e exercício do direito de voto”, *Código do Governo das Sociedades*, Almedina, Lisboa, 2012, p. 91). Os *voting caps* aparecem como forma de tutelar os acionistas minoritários contra acionistas controladores, em particular, defendendo-os contra ofertas públicas de aquisição hostis lançadas por estes (Joana Torres Ereio, “One share, one vote...”, cit., p. 96) assim como desincentiva a aquisição de uma participação que exceda a limitação imposta para o exercício do direito de voto, dessa forma favorecendo a dispersão acionista. (André Figueiredo, “Código...”, cit., p. 92).

⁵⁰ José Ferreira Gomes e Nádia Reis “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?”, RDS IX (2017), n.º 2, 323-356, p. 328

⁵¹ No caso das sociedades por quotas a lei admite uma majoração do direito de voto, neste caso, passando de um voto por cada cêntimo para dois votos por cada cêntimo de valor nominal da quota que não correspondam a mais de 20% do capital, conforme o artigo 250.º n.º 2 do CSC.

⁵² São ações preferenciais sem voto aquelas que não incluem direitos de voto aos seus titulares, mas mantêm outros direitos associados como o direito a estar presente em Assembleias Gerais ou direitos de informação. Estas ações caracterizam-se por conferirem um direito a um dividendo prioritário, tal como explanado no artigo 341.º n.º 2 do CSC. A criação desta categoria deu-se pelo facto de as sociedades procurarem financiamento alternativo ao financiamento bancário, sem perderem nem o controlo nem a gestão da mesma.

⁵³ Note-se que o legislador, ainda que tenha enfraquecido a posição do sócio, ao retirar-lhe o direito de voto, compensou-o, de igual forma, ao transformar a sua ação numa ação privilegiada, ou seja, uma ação que contém mais que o núcleo essencial estabelecido de acordo com o artigo 21.º do CSC. Mas a troca pode nem sempre ser benéfica para o sócio, uma vez que, para que o sócio possa fazer uso da sua preferência, é necessário que exista lucro distribuível, como obrigam os artigos 32.º e 33.º do CSC. Denote-se, no entanto, que no caso de não existir lucro distribuível, no prazo de dois exercícios, o direito de voto renasce. Não há, ainda assim, como negar que o legislador optou por consagrar casos expressos na lei onde é possível fugir à máxima de “uma ação, um voto”.

⁵⁴ O artigo 341.º n.º 1 do CSC limita a emissão de ações preferenciais sem voto ao limite representativo do capital social.

⁵⁵ No entanto, se no prazo de dois exercícios o dividendo prioritário não for integralmente pago as ações preferenciais sem voto passam a conferir direitos de voto, nos mesmos termos das ações ordinárias. Cfr. artigo 342.º n.º 3 do CSC.

⁵⁶ Existindo também neste caso uma violação do princípio da proporcionalidade, na regra do *one share-one vote*, consentida pela própria lei.

apenso às ações ordinárias⁵⁷, sendo neste sentido a solução dada pelo artigo 341.º n.º 3 do CSC⁵⁸.

II. Por conseguinte, e dando resposta à nossa segunda questão, entendemos ser possível que existam situações em que há uma efetiva violação lícita do princípio da proporcionalidade, uma vez que a própria lei permite e prevê tais situações. Se a lei nos abre o caminho para que possam existir limitações lícitas ao princípio da proporcionalidade então, parece-nos, que a mesma limitação pode ser feita ao abrigo da autonomia privada. Por tal, consideramos que é possível a existência lícita de uma derrogação ao princípio da proporcionalidade, no âmbito da autonomia privada, sempre e desde que a mesma esteja prevista no contrato social, e não viole a proibição expressa de voto duplo constante no artigo 384.º n.º 5 do CSC.

III. Como exposto *supra*, podemos concluir que os desvios ao princípio da proporcionalidade podem ser feitos em vários níveis. Assim, e servindo-nos da exposição feita por EREIO TORRES, é-nos possível classificar em quatro, os níveis de desvio a este princípio da proporcionalidade, consagrado no artigo 384.º do CSC.

Como tal, num primeiro nível teríamos todos os mecanismos que sejam estabelecidos pelos estatutos e que alterem a regra. No que concerne aos direitos de voto, enquadrámos aqui os tetos de voto, as categorias de ações que consagrem mais direitos de voto que aqueles correspondentes a uma ação e, de igual modo, as ações preferenciais sem voto.

Num segundo nível estariam igualmente mecanismos estabelecidos nos estatutos mas que obrigatoriamente se reflitam nos direitos de voto, como acontece com as ações prioritárias *que permitem, por exemplo, o direito exclusivo de designar membros para o conselho de administração e dos quóruns estatutários reforçados*⁵⁹.

No terceiro nível teríamos, também nos estatutos, os mecanismos que *reduzem ou inibem o exercício do controlo através do exercício de direitos de voto*⁶⁰.

⁵⁷ Nas palavras de OLAVO CUNHA as ações ordinárias *integram os direitos e as obrigações que a lei atribui, imperativamente e supletivamente, quantitativa e qualitativamente, às ações em geral.* (Paulo Olavo Cunha, Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as Ações Privilegiadas, Almedina, Coimbra, 1993, cit., p. 144.

⁵⁸ Desde e só se tal majoração constar no contrato de sociedade.

⁵⁹ Joana Torres Ereio, “One share, one vote...”, p. 100.

⁶⁰ *Ibidem*.

E, por último, num quarto nível estaríamos na presença de mecanismos que não se encontram nos estatutos, mas antes que se desenvolvem no mercado, *como é o caso das participações cruzadas ou em pirâmide e dos mecanismos que permitem o empty voting*⁶¹.

⁶¹ Joana Torres Ereio, “One share, one vote...”, p.100.

3. Enquadramento jurídico das *Loyalty Shares*

I. Antes de principiarmos este tópico cumpre, em primeiro lugar, relembrar que a figura das ações de lealdade não encontra consagração legal no regime jurídico português. No entanto, existem recomendações no Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* em conjunto com a CMVM⁶², no sentido de que o governo societário deve ser exercido segundo uma estratégia a longo prazo⁶³. Existe, então, uma preocupação assumida pela estabilidade da sociedade⁶⁵ tendo, neste caso, em nosso entender, as ações de lealdade a função de, através de recompensas, potencializarem tal estabilidade.

II. Deste modo, é por isso necessário aferir se, à luz do quadro jurídico português atual, é possível implementar uma solução como a das ações de lealdade.

Numa primeira aproximação ao instituto em estudo, procuraremos enquadrar a figura em conceitos por nós já conhecidos. Como tal, será importante entender de que forma, após a aquisição desta ação de lealdade, a posição do sócio se altera. Por tal, a primeira questão visa determinar o momento em que a última pode ser adquirida. Ora, defendemos que a aquisição das ações de lealdade pode dar-se do mesmo modo que a aquisição de qualquer outra ação, não estando os direitos acrescidos que elas acarretam dependentes de uma emissão especial, qualquer ação poderia ser, em abstrato, uma Ação de Lealdade.

III. Uma segunda questão prende-se com o facto de saber se aquelas Ações comportam em si, ou não, um direito especial⁶⁶ dos sócios. Neste caso, e por nos encontrarmos no âmbito das sociedades anónimas, a atribuição destes direitos especiais⁶⁷

⁶² Informação obtida em https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/codigo_de_governo_das_sociedades_ipcg_vf.pdf.

⁶³ A título de exemplo, no Capítulo VI, o Princípio advoga *que tendo por base a estratégia de médio e longo prazo, a sociedade deverá instituir um sistema de gestão e controlo de risco e de auditoria interna que permita antecipar e minimizar os riscos inerentes à atividade desenvolvida*.

⁶⁴ Esta é, desde logo, uma imposição legal para o administrador da sociedade por via da consagração do dever de lealdade no artigo 64.º n.º 1 alínea b) do CSC.

⁶⁵ Uma preocupação desde logo também assumida pela legislação supraconstitucional como tivemos oportunidade de expor anteriormente.

⁶⁶ Por oposição aos direitos comuns, que serão aqueles que todo e qualquer sócio tem. Como, por exemplo, os consagrados no artigo 21.º do CSC.

⁶⁷ O regime dos direitos especiais encontra-se consagrado no artigo 24.º do CSC e é aplicável a todos os tipos societários.

apenas seria possível mediante a aglutinação dessas ações numa categoria⁶⁸⁻⁶⁹, onde estariam todas as ações de lealdade.

3.1.Os direitos especiais do sócio à luz do CSC

I. Os sócios possuem, associada à sua participação social, um conjunto amplo de direitos. Os mais elementares encontram-se previstos no disposto do artigo 21.º do CSC, no entanto, tendo este preceito carácter meramente enunciativo, muitos outros aí não previstos podem ser incluídos no núcleo de direitos detidos pelos sócios. Estes direitos podem ainda variar entre os sócios, nomeadamente, através da atribuição de direitos especiais a determinadas categorias de ações.

II. COUTINHO DE ABREU⁷⁰ avança que os direitos dos sócios podem ser classificados tendo por base dois critérios: o da função e o da titularidade. No primeiro grupo teríamos os direitos de participação e os direitos de controlo enquanto no segundo estariam incluídos os direitos de titularidade.

É no seio deste segundo grupo que se encontra a divisão que nos verdadeiramente importa: a distinção entre direitos gerais e direitos especiais. Assim, e nas suas palavras, *gerais serão os direitos que pertencem, em regra a todos os sócios da mesma sociedade*⁷¹. Por seu turno, *direitos especiais*⁷² *são os direitos atribuídos no contrato social a certo (s) sócio (s) ou a sócios titulares de ações de certa categoria conferindo-lhe (s) uma posição*

⁶⁸ É esta a solução consagrada no artigo 24.º n.º 4 do CSC.

⁶⁹ A criação de direitos especiais e, consequentemente, de categorias de ações, não contraria o princípio da igualdade de tratamento dos sócios, isto porque, tal como explana OLIVEIRA ASCENSÃO, a *igualdade tem de ser entendida sem prejuízo da criação de direitos contratualmente especializados*. (José de Oliveira Ascensão, “As ações”, *Direito dos Valores Mobiliários*, volume II, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, junho de 2000, p. 67. Neste sentido, segue também FÁTIMA GOMES considerando, em matéria de dividendos de lealdade, que este regime se funda em critérios objetivos, acrescentando que o princípio da igualdade permite tratar de modo diferente o que é diferente. (Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Lisboa, 2012, cit., p. 414).

⁷⁰ J.M. Coutinho de Abreu, Curso de Direito Comercial – Das Sociedades Volume II, 5ª Edição, Almedina, Lisboa, 2016, p. 196 e ss.

⁷¹ J.M. Coutinho de Abreu, Curso de Direito Comercial – Das Sociedades Volume II, 5ª Edição, Almedina, Lisboa, 2016, p. 196 e 197.

⁷² Uma vez que a própria norma que os estatui não contempla uma caracterização dos mesmos, sendo por isso necessário recorrer às definições dadas pela Doutrina.

*privilegiada que não pode, em princípio, ser suprimida ou limitada sem o consentimento dos respetivos titulares.*⁷³⁻⁷⁴

A norma que prevê e regula os direitos especiais encontra-se consagrada no artigo 24.º do CSC. Estamos assim na parte geral do CSC, pelo que, e por conseguinte, *as regras principais desta figura são aplicáveis a todos os tipos societários*⁷⁵. Não obstante, a matéria dos direitos especiais encontra, posteriormente, especificidades consoante o tipo societário⁷⁶ sobre o qual versa.

Do regime comum do artigo 24.º do CSC resulta que tanto a validade como a oponibilidade dos direitos especiais dependem da sua previsão no contrato social⁷⁷⁻⁷⁸. Desta forma, ou aquele direito especial surge com a sociedade no contrato social primário ou será posteriormente aditado⁷⁹ aquando de uma votação para alteração deste mesmo contrato social⁸⁰. Por tal, um dos *elementos caracterizador dos direitos especiais é o facto*

⁷³ J.M. Coutinho de Abreu, Curso de Direito Comercial – Das Sociedades Volume II, 5ª Edição, Almedina, Lisboa, 2016, p. 197.

⁷⁴ *Os direitos dos sócios, como tal, podem ser gerais ou especiais, Os primeiros competem por igual a todos os sócios; os segundos conferem aos seus titulares uma vantagem especial, um privilégio, uma posição de supremacia frente aos demais associados.* Ac. STJ de 17/04/2008. Relator: Oliveira Rocha. Processo n.º 08B864.

⁷⁵ Cristiano Dias, Os Direitos Especiais dos Sócios, Almedina, Lisboa, 2015, p. 75.

⁷⁶ A título exemplificativo: o artigo 18.º n.º 2 do CSC, que concerne às sociedades em nome coletivo, o artigo 250.º n.º 2º do CSC que dispõe sobre o direito especial ao voto das sociedades por quotas e, ainda, o artigo 341.º e ss. sobre as ações preferências sem voto, direito especial das sociedades anónimas.

⁷⁷ Neste sentido dispõe o n.º 1 do artigo 24.º do CSC.

⁷⁸ Caso tal previsão não suceda, esses direitos especiais serão ineficazes face à sociedade.

⁷⁹ Como denotam SOVERAL MARTINS e RICARDO COSTA, *uma perspetiva mais fechada levaria a ver no artigo 24.º n.º 1 CSC, uma norma que deve ser interpretada restritivamente, excluindo a possibilidade de se criarem direitos especiais após a celebração do contrato.* (Alexandre de Soveral Martins e Ricardo Costa em J.M. Coutinho de Abreu, Alexandre Mota Pinto, Alexandre de Soveral Martins, Ana Maria Gomes Rodrigues, Carolina Cunha, Elda Marques, Gabriela Figueiredo Dias, Hugo Duarte Fonseca, João Paulo Remédio Marques, Margarida Costa Andrade, Maria Elisabete Ramos, Nuno, Barbosa, Orlando Vogler Guiné, Paulo Tarso Domingues, Ricardo Costa, Rui Pereira Dias, Susana Aires de Sousa, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume I, Almedina, 2012, p. 414.) A Doutrina diverge na consideração de se saber se uma alteração posterior ao contrato de sociedade que envolva direitos especiais deve ser feita segundo uma maioria qualificada, a maioria geralmente exigida para qualquer alteração ao contrato, ou se é necessária unanimidade na votação. No primeiro caso encontramos nomes como OLAVO CUNHA, defendendo que a Assembleia de modificação do direito especial deve ser feita *por uma maioria qualificada de dois terços dos votos*. (Paulo Olavo Cunha, Direito das Sociedades Comerciais, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2006, cit., 218). Por outro lado, COUTINHO DE ABREU, defendendo que esta alteração tem de ser feita através de unanimidade. A nossa opinião vai no sentido da defesa de uma votação por maioria qualificada, aquela que é necessária para qualquer alteração ao contrato sociedade. COUTINHO DE ABREU invoca esta necessidade de unanimidade por estarmos na presença de um regime que afetaria o princípio da igualdade de tratamento dos sócios, mas, em nosso entender, não se entende a exigência de unanimidade, já quem tal regra parece excessiva. (J.M. Coutinho de Abreu, Curso de Direito Comercial ..., p. 200 e 201)

⁸⁰ No caso das sociedades anónimas, realidade a qual atenta o nosso estudo, é necessário que haja uma maioria qualificada para que exista essa alteração ao contrato social onde o direito especial será aditado, como de resto resulta do disposto no artigo 383.º n.º 2 do CSC.

de estes serem necessariamente criados através de estipulação contratual⁸¹⁻⁸² (denote-se que a letra do artigo 24.º n.º 1 do CSC se apresenta com carácter injuntivo⁸³).

III. Uma outra característica distintiva dos direitos especiais prende-se com o facto de se apresentarem como direitos inderrogáveis. Todavia, tal inderrogabilidade pode ser contrariada se, para tal, existir o consentimento dos sócios a quem os direitos especiais pertencem, conforme consta da primeira parte do n.º 5 do artigo 24.º do CSC. Ressalva para a parte final deste número que estatui que esta regra pode ser preterida caso exista uma outra norma legal em sentido oposto ou estipulação contratual expressa em contrário.

3.2. Os direitos especiais nas S.A: as categorias de ações

I. O artigo 24.º do CSC prevê não só as regras gerais dos direitos especiais, como já enunciámos, mas também algumas regras exclusivamente aplicáveis às sociedades anónimas, nomeadamente, as previstas nos seus números 4 e 6.

Assim, o número 4 do artigo 24.º do CSC estipula que, no caso de estarmos na presença de uma sociedade anónima, os direitos especiais só podem ser atribuídos e transmitidos⁸⁴ através de categorias de ações⁸⁵. Por seu turno, o n.º 6 do mesmo preceito vem estatuir que, para estas, o consentimento para supressão dos direitos especiais não segue os trâmites do n.º 5 já que, neste caso, como a figura do sócio é preterida⁸⁶, não há necessidade de consentimento por parte deste.

⁸¹ Ricardo Serra Correia, “Os Direitos Especiais à luz do CSC e do Direito da União Europeia-Algumas Reflexões” disponível em: <https://portal.oa.pt/upl/%7Ba5feed4f-e9d0-4f65-9f81-88f8b97a31a0%7D.pdf>, cit., p. 1395.

⁸² A falta de estipulação destes direitos no contrato social faz com que os mesmos se apresentem como ineficazes.

⁸³ Cristiano Dias, Os Direitos Especiais dos Sócios, cit., p. 78.

⁸⁴ A matéria da transmissão das Ações de Lealdade será analisada *infra*.

⁸⁵ À *contrario* daquilo que acontece no caso das sociedades por quotas e nas sociedades em nome coletivo onde os direitos especiais acarretam uma componente pessoal inerente. No caso das sociedades anónimas pretere-se deste carácter *instuito personæ*, o que se compreende uma vez que no caso das sociedades de capital a importância encontra-se na participação social e não na pessoa do seu detentor.

⁸⁶ Como aponta SERRA CORREIA à *excepção da situação das SA*, podemos dizer que os direitos especiais têm natureza *intuitus personæ*, pois são criados em função do sócio em concreto. (Ricardo Serra Correia, “Os Direitos Especiais...” cit., p. 1397.)

Deste modo, tal como enuncia JOÃO LABAREDA, haverá lugar à supressão dos direitos especiais, no âmbito das sociedades anónimas, quando tal for *deliberado por assembleia especial dos titulares das ações beneficiada, nos termos do artigo 389.º CSC*⁸⁷.

II. Estas categorias de ações, a que se refere o n.º 4 do artigo 24.º do CSC, aglutinam ações que possuem o mesmo núcleo essencial, ou seja, *as ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria*⁸⁸⁻⁸⁹. Por norma⁹⁰, esta categorização compreende *direitos que pretendem recompensar*⁹¹ *alguns sócios*, ou responder à *necessidade de estimular a entrada de novos capitais ou novos acionistas*⁹². A criação de uma categoria de ações pode suceder aquando da constituição da sociedade ou quando a mesma seja sujeita a um aumento de capital. Sendo que é necessário que as diversas categorias de ações constem do contrato social, como de resto se retira do disposto no artigo 272.º alínea c) do CSC, o que se justifica pelo facto de ser necessário clarificar, *no local apropriado, as situações de privilégio de que disfrutam os titulares de algumas ações, de modo que, quer quem já está, quer quem de novo vier à sociedade, saiba exatamente aquilo com que contar*⁹³.

III. Do disposto no artigo 302.º do CSC resulta que não existe qualquer limitação àqueles que poderão ser os direitos inseridos nas ações que formaram uma categoria de direitos especiais, isto porque o mesmo estabelece alguns exemplos dos direitos que podem ser considerados, mas a letra da lei deixa em aberto a possibilidade de atribuição

⁸⁷ João Labareda, *Das Ações das Sociedades Anónimas*, AAFDL Editora, Lisboa, 1998, p. 224.

⁸⁸ Letra do artigo 302.º n.º 2 do CSC.

⁸⁹ O CVM prevê uma regra especial no seu artigo 45º para a constituição de uma categoria assim: *os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes*. Na opinião de SOVERAL MARTINS o conteúdo dos valores mobiliários abrange aqui também obrigações. (Alexandre de Soveral Martins em J.M. Coutinho de Abreu, Alexandre Mota Pinto, Alexandre de Soveral Martins, Ana Maria Gomes Rodrigues, Carolina Cunha, Elda Marques, Gabriela Figueiredo Dias, Hugo Duarte Fonseca, João Paulo Remédio Marques, Margarida Costa Andrade, Maria Elisabete Ramos, Nuno, Barbosa, Orlando Vogler Guiné, Paulo Tarso Domingues, Ricardo Costa, Rui Pereira Dias, Susana Aires de Sousa, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume I, Almedina, 2012, p. 327.

⁹⁰ Até porque, como afirma OLAVO CUNHA também as ações ordinárias constituem uma categoria de ações. (Paulo Olavo Cunha, “Direito das...”, 2006, cit., p. 292) Esta não é a posição de OLIVEIRA ASCENSÃO que, por seu turno, sustenta que *as ações ordinárias comportam direitos iguais e não formam uma categoria*. O Autor baseia a sua argumentação no facto do artigo 389.º n.º 3 do CSC comportar uma menção expressa de inexistência de assembleias especiais de titulares de ações ordinárias. (José de Oliveira Ascensão, “As ações”, cit., p. 68.)

⁹¹ No entanto, é ainda possível que existam categorias de ações que atribuam menos direitos que aqueles que existem para a categoria das ações ordinárias.

⁹² João Labareda, *Das Ações das Sociedades Anónimas*, cit., p. 49.

⁹³ *Ibidem*

de quaisquer outros direitos que não aqueles que a mesma prevê. Deste modo, a lei confere uma maior liberdade à sociedade.

Do exposto podemos concluir que é possível que sejam considerados como direitos especiais aqueles que concernem ao núcleo essencial, tal como o direito à distribuição de dividendos. Resulta ainda ser possível que tais categorias de direitos especiais versem tanto sobre direitos patrimoniais⁹⁴, como sobre direitos pessoais, como sucede no caso do artigo 391.º n.º 2 do CSC.

3.3. As Ações de Lealdade enquanto um Direito Especial do Sócio

I. Explanado o que são direitos especiais, urge concluir se os benefícios que advém das ações de lealdade se apresentam como um direito especial ou, contrariamente, como um direito geral e consequentemente, se é ou não necessário que sejam atribuídos através de categorias de ações.

Dos textos escritos sobre este tópico, a Doutrina não tem um entendimento convergente. Por um lado, DIOGO DRAGO defendendo que encontra *entraves na possibilidade da sociedade anónima enquadrar estas ações como direitos especiais conferidos ao acionista que as subscreva: desde que consistam em prerrogativas que lhe sejam adicionalmente concedidas relativamente aos direitos que por força da lei ou do pacto social lhe assistam pela simples qualidade de acionista de uma sociedade anónima.*⁹⁵

Em sentido oposto, VIEIRA DOS SANTOS, defendendo que no caso das ações de lealdade, não estamos na presença de um *direito especial porque o direito atribuído assenta no núcleo-base da participação social (direito ao lucro e ao voto)*⁹⁶, e também porque o mesmo *é generalizado na sua configuração abstrata*⁹⁷.

⁹⁴ Neste caso, e segundo o entendimento de OLIVEIRA ASCENSÃO encontramos-nos na presença de Ações preferenciais. (José de Oliveira Ascensão, “As ações”, cit., p. 70.

⁹⁵ Diogo Drago, “Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?”, cit., nota de rodapé 8, p. 435.

⁹⁶ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade, cit. p. 25.

⁹⁷ *Ibidem*.

No mesmo sentido, embora tendo por base apenas o caso concreto do dividendo de lealdade⁹⁸, FÁTIMA GOMES que, fazendo uma distinção entre o dividendo prioritário e o dividendo majorado, defende que *o dividendo majorado ou de fidelização, dispensa categoria- e que se deve considerar como tendo acolhimento na lei societária, mesmo sem disposição expressa*⁹⁹. A Autora é da opinião de que *só no caso do dividendo prioritário se cria uma posição e vantagem que não é comum a todos os acionistas*¹⁰⁰, e deste modo só no primeiro caso estamos na presença de um direito especial.

II. Em consequência, para VIEIRA DOS SANTOS, *as ações de lealdade não carecem da consagração como um direito especial, ou de institucionalização como categoria especial de ações* acrescentando que, *nem esse caminho seria o compatível com as finalidades visadas pelos interessados*¹⁰¹. E como tal, *segundo a lei portuguesa, estas ações podem não constituir uma categoria*¹⁰².

E, por tal, é desde já possível criar um dividendo de lealdade estatutariamente, à luz do artigo 22.º do CSC¹⁰³.

Não podemos, com o devido respeito, deixar de discordar, quer com o facto que não estamos na presença de um direito especial, nem, por consequência, que é por isso possível criar uma ação de lealdade cuja recompensa será um dividendo majorado apenas por consagração nos estatutos.

III. Certas, em nosso entender, são as conclusões de FÁTIMA GOMES quando admite *que a identificação, no dividendo de lealdade, de um direito especial que integra forçosamente uma categoria de ações é uma ideia que coloca em causa o objetivo visado pelas sociedades que pretendem introduzir este tipo de vantagem*¹⁰⁴. E que, *este regime não é, de todo, adequado à consagração do dividendo de lealdade uma vez que o ponto de partida deste é a fidelização acionista*¹⁰⁵. Acompanhamos estas suas duas conclusões, a de que a categorização do dividendo de lealdade coloca em causa o objetivo da

⁹⁸ Tipo de recompensa dada pelas Ações de Lealdade e sobre o qual nos debruçamos infra, no ponto 5.1.

⁹⁹ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Lisboa, 2012, cit., p. 414.

¹⁰⁰ *Ibidem*.

¹⁰¹ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade cit., p. 26.

¹⁰² *Ibidem*.

¹⁰³ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade cit., p. 26.

¹⁰⁴ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Lisboa, 2012, cit., p. 417

¹⁰⁵ *Ibidem*, cit., p. 418

vantagem e a de essa mesma categorização não é adequada à fidelização do acionista. Mas o facto de não ser

Também neste sentido argumenta DIOGO DRAGO afirmando que, *o figurino em estudo procura resgatar uma lealdade que tende a ser preterida precisamente pela natureza de capital em que assenta o modelo societário anónimo. O que não significa que a sociedade passou a preocupar-se com “aquele” acionista em particular*¹⁰⁶.

IV. Na nossa opinião, as ações de lealdade contemplam um direito especial uma vez que um aumento de um direito de si atribuído a todos os sócios, como é o caso do direito à majoração dividendo e do direito ao voto duplo, é sempre um direito extra face ao direito “normal” atribuído aos sócios na sua generalidade, como resulta do disposto do artigo 21.º do CSC nas suas alíneas a) e b).

Não nos é possível acompanhar a argumentação que vai no sentido de que estes direitos não são especiais porque podem ser atribuídos a todos os sócios, uma vez que a conclusão sobre se um direito é ou não especial não se encontra numa abstracção deste poder ser dado a todos os sócios, mas antes no concreto momento em que o mesmo se concretiza, ou seja, no momento em que ele é efetivamente dado ao sócios, tornando-se aí especial. Se assim não fosse, todos os direitos seriam gerais já que, abstratamente, todos os sócios têm a possibilidade de adquirir a ação que irá atribuir aquele direito (especial). E, ainda *que nada impeça que todos os sócios sejam titulares de uma ação da mesma categoria*¹⁰⁷, *é necessário que essa categoria atribua direitos diferentes das ações ordinárias*¹⁰⁸, por tal as ações de lealdade atribuiriam sempre um direito especial.

Concluimos, portanto, que a inserção do instituto das ações de lealdade, no âmbito das sociedades anónimas portuguesas, teria sempre de respeitar as regras atinentes aos direitos especiais, presentes no artigo 24.º do CSC, e as regras respeitantes às categorias de ações, consagradas no artigo 302.º do CSC assim como o disposto no artigo 389.º do CSC. O que, como veremos infra, não é possível face à intrínseca ligação entre

¹⁰⁶ Diogo Drago, “Loyalty Shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?” cit., nota de rodapé 8, p. 437.

¹⁰⁷ COUTINHO DE ABREU, defende que há alguns direitos especiais que podem ser atribuídos a todos os sócios, nomeadamente o direito especial à gerência, mas exclui outros, como o direito de voto duplo nas sociedades por quotas. (J.M. Coutinho de Abreu, Curso de Direito Comercial – Das Sociedades Volume II, 5ª Edição, Almedina, Lisboa, 2016, p. 203)

¹⁰⁸ *Ibidem*

o sócio e a Ação de Lealdade, que torna impossível que os direitos especiais sejam atribuídos através de categorias de ações.

3.4. O *intuitus personæ* nas Ações de Lealdade

I. De acordo com o explanado no capítulo primeiro, a figura das ações de lealdade nasce como uma medida de combate às estratégias de *short-termism* e, por tal, diretamente ligadas à tentativa de tornar a posição do sócio mais ativa na sociedade e, também, de o prender à mesma, no caso das ações de lealdade, através de incentivos. Do exposto resulta, em nossa opinião, que o *benefício das ações de lealdade é intuitus personæ*¹⁰⁹.

Em sentido oposto, encontra-se a posição sufragada por DIOGO DRAGO, já que o Autor defende que não nos encontramos perante um benefício *intuitus personæ* (*para a pessoa do acionista, portanto*) *uma vez que o benefício persiste a uma determinada categoria de ações*¹¹⁰. Ora, com o devido respeito, mas a criação de um regime de lealdade que tivesse como base uma categoria e não a pessoa do sócio, estaria a frustrar só por si aquilo que as ações de lealdade pretendem obter: o envolvimento do sócio. Por tal, o regime das ações de lealdade, quando aplicado, tem sempre de estar associado àquele determinado sócio que se pretende trazer à sociedade e, por isso, o benefício advindo das ações de lealdade é *intuitus personæ*.

II. Como bem denota VIERA DOS SANTOS entramos numa falácia¹¹¹ quando defendemos que *os direitos especiais estão a ser atribuídos a uma categoria de ações e não a uma categoria de acionistas*, uma vez que considera que existe sempre um critério subjetivo na atribuição das ações de lealdade.

¹⁰⁹ Esta afirmação estaria correta se não nos encontrássemos numa sociedade de capitais, tal como enuncia OLAVO CUNHA *os direitos especiais na generalidade das sociedades- em todas aquelas cujo capital social não seja representado por ações- são atribuídos intuitus personæ*. (Paulo Olavo Cunha, Os direitos especiais..., 1993, cit., p. 27.

¹¹⁰ Diogo Drago, “Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?”, cit., nota de rodapé 8, p. 436.

¹¹¹ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade, cit., p. 24 e 25.

Denote-se, no entanto, que o disposto no artigo 24.º n.º 4 do CSC obsta a que a atribuição de direitos especiais seja feita a determinados acionistas, uma vez que prevê que só através de categorias de ações os mesmos possam ser atribuídos, sendo por isso, esta norma, incompatível com os moldes como se apresentam as ações de lealdade.

Em conclusão, destas duas premissas resulta que, a maneira como as ações de lealdade foram desenhadas e surgem noutros ordenamentos jurídicos, como nos casos de Itália¹¹² e França¹¹³, não se coadunam com o regime legal português consagrado para as sociedades anónimas. E, por isso, pensamos que não nos resta outra opção que não a de concluir pela impossibilidade da aplicação das ações de lealdade em Portugal.

¹¹² O artigo 127- *quarter* consagra no seu número 4 que *as ações a que se referem os benefícios indicados no n.º 1 não constituem uma categoria especial de ações, nos termos do artigo 2348.º do Código Civil italiano.* (tradução nossa)

¹¹³ Que analisaremos *infra*.

4. Período de Lealdade

I. Como apontamos inicialmente, o regime das ações de lealdade prevê a detenção de determinada ação durante um delimitado período temporal, ficando subjacente que, *quanto mais longa for a relação entre os acionistas e a sociedade, maiores serão os benefícios que estes podem retirar* ¹¹⁴.

Como tal, antes de partirmos para a análise em concreto daquelas que podem ser as recompensas dadas aos acionistas findo tal período de lealdade, cumpre atentar neste mesmo período, defini-lo e, por último, restringi-lo temporalmente. Ora, não existindo consagração na legislação portuguesa desta figura restam-nos atentar nos exemplos oferecidos por outros ordenamentos jurídicos, nomeadamente o francês e o italiano.

II. Assim, no caso do Direito Francês, o artigo L225-123¹¹⁵ *code de commerce* prevê que o período de detenção das ações seja, no mínimo, de dois anos, sendo que, só passado este período de tempo é que surge na esfera jurídica do acionista o direito à recompensa a qual, por sua vez, neste ordenamento jurídico, se apresenta como um direito de voto duplo¹¹⁶. Temos, portanto, em vigor um período de Lealdade de dois anos.

III. Por seu turno, no Direito Italiano, o atual artigo 127-*quater* do código comercial italiano, sob a epígrafe *maggiorazione del dividendo*, prevê que o acionista que detenha durante o período mínimo de um ano as suas ações receba, como contrapartida, o direito a um dividendo extra de valor não superior a 10% do dividendo distribuído às demais ações. Ou seja, para a lei italiana o período de lealdade é de um ano ou mais. Nota então para o facto de estarmos na presença de um período mínimo, o qual poderá vir a ser superior caso seja essa a vontade da sociedade¹¹⁷.

Sobre as razões que podem ter levado o legislador italiano a consagrar o período de um ano, parece-nos que a lógica subjacente à determinação deste período vai ao encontro daquele que habitualmente é o período de cálculo do dividendo.

¹¹⁴ Ricardo Jorge Seabra Barros, *As Ações de Lealdade...*, cit., p.13.

¹¹⁵ Este artigo foi alterado em maio de 2014 aquando da entrada em vigor da *Loi Florange*, tendo também sido alterado o artigo L225-124 que dispõe sobre a mesma matéria.

¹¹⁶ Com maior profundidade, sobre o direito de voto extra/duplo, vide o Ponto 5.2.

¹¹⁷ O artigo 127-*quater* n.º 1 indica que *os estatutos podem estabelecer que cada ação detida pelo mesmo acionista por um período contínuo indicado nos mesmos, em qualquer caso não inferior a um ano ou o menor período entre duas datas consecutivas, dá direito a um aumento (...)*. – Tradução nossa.

IV. Como podemos depreender dos exemplos supramencionados, os dois casos conhecidos de aplicação das *loyalty shares* não são convergentes no tocante ao período temporal durante o qual o acionista deve deter as ações para que possa receber a sua recompensa, surgindo-nos duas respostas diametralmente opostas. Se, por um lado, a lei francesa consagra um período mínimo de dois anos, por outro, a lei italiana fixa esse limite mínimo em apenas um ano. Pese embora em ambos os casos seja possível alargar este período, porquanto, como já referido, é apenas um período mínimo¹¹⁸.

Ora, não existindo consagração na lei portuguesa, assim como não existindo uma solução coerente nos dois ordenamentos jurídicos que aqui expusemos como exemplo, cumpre tentar estudar aquela que será em nosso entendimento a melhor solução a adotar.

Em primeiro lugar, parece-nos que nesta análise devemos ter em consideração não um período *per se* mas antes a ligação entre esse mesmo período e a recompensa a atribuir ao acionista. Como tal, no caso de a recompensa ser monetária, isto é, através de uma distribuição de dividendos extra, a lógica de atribuição deverá ser a da distribuição normal de dividendos, ou seja, no término do exercício. No entanto, parece-nos que, tal como determina a lei italiana, as partes devem poder alargar este prazo se assim o desejarem. O papel que a legislação aqui ocupa é sempre o de determinar um período mínimo razoável, mas deixando aberta a possibilidade de as partes querendo, no âmbito da autonomia privada, aumentarem esse período.

No caso do direito francês a aposta foi por um prazo mais lato do que aquele definido para a majoração do dividendo, de dois anos. Reforçando-se assim o compromisso dos investidores para com a sociedade. Note-se que, esta decisão sobre o período de lealdade poderá encontrar-se intrinsecamente ligada à recompensa em si, *in casu*, a obtenção de um direito de voto duplo. Em nosso entender, este tipo de recompensa acarreta uma maior responsabilidade para o investidor, assim como para a sociedade, razão pela qual talvez se justifique um prazo mais alargado, face ao período definido pela lei italiana. Do mesmo modo, poder-se-á argumentar que, findo o período de apenas um ano, o acionista pode não ter conseguido recolher informação suficiente sobre a sociedade

¹¹⁸ Mais uma vez, também aqui a ser deixada no campo da autonomia privada a possibilidade de através dos estatutos aumentar o período de lealdade. Cfr. o artigo L225-123 do *code de commerce*.

que justifique que este tenha um maior poder de decisão sobre esta do que o detido pelos restantes acionistas.

V. Face ao exposto, parece-nos que a barreira do limite mínimo fora bem traçada para os casos em análise. Quer no caso da estipulação de um prazo de um ano, para o caso da majoração dos dividendos, quer no caso de dois anos, para a concessão de um direito de voto duplo.

5. As Recompensas por Lealdade

I. Como tivemos oportunidade de definir, ações de lealdade são aquelas que, findo o seu período de lealdade, concedem, aos acionistas que as detenham uma determinada recompensa¹¹⁹, procurando, deste modo, *aproximar os acionistas da sociedade ao mesmo tempo que permitem às sociedades uma forma atrativa de atrair investidores interessados pelos direitos acrescidos inerentes a esta forma de ações*¹²⁰.

No presente capítulo, tomaremos mais uma vez como base os regimes já existentes de ações de lealdade, mas desta vez para abordar os direitos que os mesmos conferem. Assim, em primeiro lugar, ocupar-nos-emos da recompensa presente no ordenamento jurídico italiano, ou seja, a atribuição de um direito a um dividendo majorado. Seguidamente, atentaremos no direito de voto duplo, a realidade presente na lei francesa. Por último, abordaremos, ainda que de forma mais sucinta, a recompensa por modo de uma ação extra (por via da detenção de um *warrant*).

5.1 Dividendos Majorados

I. No presente capítulo empecaremos, primeiramente, por explicar em que consiste o direito ao dividendo. De seguida, visa-se compreender como funciona aquele regime nos ordenamentos onde o mesmo já existe e, se é possível, à luz do regime societário português, optar por este tipo de recompensa enquanto prémio de lealdade. Por fim, debruçar-nos-emos sobre de que modo é que esta majoração do dividendo é tida como uma boa recompensa da perspetiva do acionista.

5.1.1. Concretização do Direito ao Lucro: O Direito ao Dividendo

¹¹⁹ A palavra *recompensa* deverá aqui ser lida no sentido de um direito acrescido.

¹²⁰ Ricardo Jorge Seabra Barros, *As Ações de Lealdade...*, cit., p.64.

I. A ação confere ao seu titular uma panóplia de direitos e deveres, sendo que nos primeiros se inclui, nomeadamente, o direito ao lucro¹²¹. O direito do sócio em quinhonar lucros encontra-se expressamente consagrado no artigo 21.º n.º 1 alínea a) do CSC e, consubstancia-se num direito irrenunciável¹²² e inderrogável¹²³.

É da materialização do direito ao lucro¹²⁴ que nasce o direito ao dividendo uma vez que, tal como explana TARSO DOMINGUES, *só com a deliberação social de distribuição é que o lucro se torna dividendo*¹²⁵. Como tal, e nas palavras de PEREIRA DE ALMEIDA, *a deliberação de distribuição de dividendos é constitutiva do direito concreto do sócio de crédito aos dividendos*¹²⁶.

A partir desta deliberação o sócio passa a ter um direito de crédito¹²⁷⁻¹²⁸⁻¹²⁹ sobre o dividendo. Por isto se diz que o direito ao dividendo é um direito extra corporativo¹³⁰ (ou creditório), ou seja, um direito que o sócio adquire não enquanto sócio, mas sim, enquanto terceiro¹³¹, portanto, algo que não é inerente à sua ação. Assim, *este direito autonomizou-se, após a deliberação social, ao ganhar vida própria ele pode, nomeadamente, ser transmitido ou onerado sem a participação social que lhe deu origem*¹³². Concluindo, o direito ao dividendo nasce de um direito inerente à própria ação

¹²¹ O direito ao lucro pode ser entendido como o direito abstrato ao lucro, ou seja, o direito a quinhonar os lucros ou, como o direito concreto aos lucros, ou seja, a quota-parte do sócio nos lucros distribuídos.

¹²² *O direito que resulta de normas imperativas legais, destinados a tutelar interesses de ordem pública* (A. Ferrer Correia, Lições de Direito Comercial, volume I, II, III, Reimpressão, Lex, 1994, p. 404)

¹²³ A. Ferrer Correia, Lições de Direito Comercial, 1994, cit., p. 404. E, também PEREIRA DE ALMEIDA (António Pereira de Almeida, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, cit., p. 157).

¹²⁴ Considerado pela maioria doutrinária como um direito do status do sócio.

¹²⁵ Paulo de Tarso Domingues, “A distribuição de dividendos”, *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Lisboa, Almedina, 2012, p. 421.

¹²⁶ António Pereira de Almeida, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, cit., p. 171

¹²⁷ Fátima Gomes, O direito aos lucros e o dever de participar nas perdas nas Sociedades Anónimas, Almedina, 2011, p. 45.

¹²⁸ Como tal, o sócio tem direito ao pagamento integral desse dividendo desde que, tal como aponta TARSO DOMINGUES (Paulo de Tarso Domingues, “A distribuição de dividendos”, cit., p. 423, esse pagamento não viole o princípio da intangibilidade do capital social, à data do seu pagamento. Nesta linha de pensamento, também PEREIRA DE ALMEIDA (António Pereira de Almeida, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, cit., p. 160 e 161)

Por seu turno, FERRER CORREIA, considera que os direitos extra corporativos, como o direito aos dividendos, constituem direitos inderrogáveis pela Assembleia Geral. (A. Ferrer Correia, Lições de Direito Comercial, Reimpressão, Lex, 1994, p. 399).

¹²⁹ Que na opinião de TARSO DOMINGUES é um direito de crédito *sui generis*, uma vez que pode ser objeto de algumas limitações. (Paulo de Tarso Domingues, “A distribuição de dividendos”, cit., p. 422)

¹³⁰ Nas palavras de FERRER CORREIA, *são direitos estranhos à relação de socialidade*. (A. Ferrer Correia, Lições de Direito Comercial, 1994, p. 398)

¹³¹ Numa nota visual, o sócio despe o seu manto de sócio e coloca o seu manto de credor.

¹³² Fátima Gomes, O direito aos lucros..., 2011, cit., p. 45

(o direito ao lucro) todavia, contrariamente ao que sucede com o último, este pode ser destacado da participação social¹³³ e, como tal, é possível ao acionista alienar este direito continuando, no entanto, a manter a titularidade das suas ações.

Deste modo, ao contrário daquilo que sucede com o direito ao lucro, o direito ao dividendo é um direito renunciável¹³⁴⁻¹³⁵.

Como bem explana FÁTIMA GOMES¹³⁶, o direito ao dividendo pode ser entendido num sentido técnico-jurídico restrito ou, ao invés, num sentido mais amplo. No primeiro *o dividendo é a parte do lucro do exercício que, sendo distribuível, os sócios acordaram repartir em seu próprio benefício, enquanto no segundo, os dividendos integram outros lucros que são sejam resultantes do exercício em causa, mas existem na sociedade, e que os sócios acordam distribuir entre si.*

Sobre este direito ao dividendo, constata-se ainda que o mesmo será, de acordo com a regra geral, proporcionalmente distribuído pelos sócios, segundo o disposto no artigo 22.º n.º 1 do CSC. Não obstante, a lei permite que, através de preceito especial ou convenção em contrário¹³⁷ se opte por uma distribuição não proporcional dos lucros.

5.1.2. *Maggiorazione del Dividendo*: O Dividendo de Lealdade em Itália

I. Explanado que fica, sucintamente, o regime português da distribuição de dividendos, cumpre, por agora, atentar no modo como a lei italiana consagrou o dividendo majorado¹³⁸ enquanto modalidade de recompensa no regime das ações de lealdade.

¹³³ Como bem explana COUTINHO DE ABREU, *o sócio não pode transmitir autonomamente o seu direito geral ou potencial a quinhão lucros uma vez que, este direito não é autónomo da participação social.* (J.M. Coutinho de Abreu. Curso de Direito Comercial, cit., p. 434.)

¹³⁴ É também, segundo a opinião de FERRER CORREIA, um direito derogável. (A. Ferrer Correia, Lições de Direito Comercial, 1994, p. 404.)

¹³⁵ Neste sentido PEREIRA DE ALEMIDA (António Pereira de Almeida, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, cit., p. 159.)

¹³⁶ Fátima Gomes, O direito aos lucros..., 2011, cit., p. 45.

¹³⁷ Como dispõe o artigo 22.º n.º 2 do CSC.

¹³⁸ Nesta modalidade de recompensa encontrar-nos-emos na presença de um acionista que concentra na sua esfera jurídica um poder económico extra, independentemente, de ter maior controlo sobre os destinos sociais.

Com efeito, em Itália, o governo italiano aprovou o atual artigo 127-*quater* do *Testo Unico della Finanza* (doravante TUF), sobre a epígrafe *maggiorazione del dividendo*, no ano de 2010, na sequência da transposição da Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho de 2007¹³⁹. Este preceito prevê que o acionista que detenha durante o período mínimo de um ano¹⁴⁰ as suas ações ganhem um dividendo extra¹⁴¹, de valor não superior a 10% do dividendo distribuído às demais ações. Sendo que, *este benefício pode abranger ações adquiridas em virtude de aumento de capital por incorporação de reservas, desde que o beneficiário das ações já beneficie de vantagem pela participação que detém (e que justifica a atribuição gratuita das ações do aumento de capital)*¹⁴².

Estão ainda previstos outros dois limites legais à distribuição do dividendo, para além do teto de 10%¹⁴³, encontrando-se os mesmos estatuídos no artigo 127 *quarter comma* 2: o primeiro concerne à proibição de que o dividendo de lealdade seja atribuído a acionistas que exerçam uma influência dominante na sociedade; o segundo encontra-se na parte final do artigo e proíbe que os acionistas, com acordo de voto, sejam beneficiários do dividendo extra quando no cômputo dos acionistas contraentes desse mesmo acordo esteja envolvido mais de 30% do capital social da sociedade.

O artigo 127 *quarter*, que deixamos em baixo reproduzido¹⁴⁴, não é muito restritivo na determinação dos requisitos necessários para a aquisição do dividendo de

¹³⁹ Esta Diretiva procurava incentivar o envolvimento dos acionistas a longo prazo assim como promovia a necessidade de identificação destes.

¹⁴⁰ O número 1 do mesmo artigo deixa ainda a hipótese, através dos estatutos, a sociedade condicionar a atribuição do dividendo extra a outras condições.

¹⁴¹ Esta majoração do dividendo foge à normal distribuição do dividendo pelos acionistas e, como tal, o legislador italiano sentiu necessidade de consagrar expressamente que esta regra é um desvio lícito à regra geral presente no artigo 2350 *comma* 1 do TUF.

¹⁴² Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Lisboa, Almedina, 2012 p. 407.

¹⁴³ Ou de 0,5% se o acionista, durante o período exigido no número 1 (um ano) detiver uma participação do capital da sociedade superior a 0,5% (ou uma participação menor, que tenha sido convencionada nos estatutos). Esta participação pode ser direta ou indireta, nomeadamente através de sociedades subordinadas.

¹⁴⁴ Art. 127-*quarter* *Maggiorazione del dividendo*

1. In deroga all'articolo 2350, comma 1, del codice civile, gli statuti possono disporre che ciascuna azione detenuta dal medesimo azionista per un periodo continuativo indicato nella statuto, ((comunque non inferiore ad un anno o al minor periodo intercorrente tra due date consecutive di pagamento del dividendo annuale)), attribuisca il diritto ad una maggiorazione non superiore al 10 per cento del dividendo distribuito alle altre azioni. Gli statuti possono subordinare l'assegnazione della maggiorazione a condizioni ulteriori. Il beneficio puo' estendersi anche alle azioni assegnate ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile a un azionista che abbia diritto alla maggiorazione indicata nel primo periodo.

2. Qualora il medesimo soggetto, durante la maturazione del periodo indicato nel comma 1, ((abbia detenuto)), direttamente, o indirettamente per il tramite di fiduciari, di società controllate o per interposta

lealdade. Em boa verdade, a única condição é a de que o acionista detenha a ação por um período interrupto de um ano. Deste modo, a lei italiana segue um caminho mais leve do que o da legislação francesa que, por seu turno, em matéria de recompensas por lealdade, obriga a que seja feito um registo do acionista¹⁴⁵ que detém estas ações.

5.1.3. O Caso da DMS: O Dividendo de Lealdade na Holanda

I. De modo semelhante, na Holanda, uma grande sociedade tentou, mediante uma proposta de alteração dos seus estatutos, implementar aquilo que, nesta sociedade, apelidaram de dividendo de lealdade. Assim, ao abrigo da autonomia privada e não de uma imposição legal, a sociedade procurou beneficiar os seus acionistas mais antigos. No entanto, esta tentativa levantou diversas reservas por parte dos sócios da sociedade em questão os quais, por sua vez, consideraram que a criação desta figura levava a uma *violação do princípio segundo o qual as ações da mesma categoria têm de conferir direitos e obrigações iguais aos seus titulares*¹⁴⁶.

persona, una partecipazione superiore allo 0,5 per cento del capitale della società o la minore percentuale indicata nello statuto, la maggiorazione può essere attribuita solo per le azioni che rappresentino complessivamente tale partecipazione massima. La maggiorazione non può altresì essere attribuita alle azioni detenute da chi durante il suddetto periodo abbia ((esercitato, anche temporaneamente, un'influenza dominante, individuale o congiunta con altri soci tramite un patto parasociale previsto dall'articolo 122, ovvero un'influenza notevole sulla società)). In ogni caso la maggiorazione non può essere attribuita alle azioni che durante il periodo indicato nel comma 1 siano state conferite, anche temporaneamente, ad un patto parasociale previsto dall'articolo 122 che nel medesimo periodo o parte di esso abbia avuto ad oggetto una partecipazione complessiva superiore a quella indicata nell'articolo 106, comma 1.

3. La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito comporta la perdita dei benefici previsti nel comma 1. I benefici sono conservati in caso di successione universale, nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni. In caso di fusione o scissione della società che abbia emesso le azioni indicate nel comma 1, i benefici si trasferiscono sulle azioni emesse dalle società risultanti, ferma l'applicazione del comma 2 con riferimento a tali società.

4. Le azioni a cui si applicano i benefici indicati nel comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile.

((4-bis. Colui che ha ottenuto l'assegnazione della maggiorazione dichiara, su richiesta della società, l'insussistenza delle condizioni ostative previste dal comma 2 ed esibisce la certificazione prevista dall'articolo 83-quinquies attestante la durata della detenzione delle azioni per le quali è richiesto il beneficio nonché le attestazioni relative alla sussistenza delle eventuali ulteriori condizioni alle quali lo statuto subordina l'assegnazione del beneficio.

4-ter. La deliberazione di modifica dello statuto prevista al comma 1 non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile.))

¹⁴⁵ Tal como o que era exigido na proposta da sociedade Holandesa que *supra* tivemos oportunidade de analisar.

¹⁴⁶ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 401.

O caso em apreço remonta a 2006¹⁴⁷, quando a multinacional DSM¹⁴⁸ anunciou que pretendia oferecer um bônus de 30% aos seus acionistas que: 1) registassem as suas ações e, 2) detivessem as mesmas por um período mínimo de 3 anos. Após aquele período seria oferecido aos acionistas um dividendo extra de 30% e um extra de 10%, por cada ano a mais que aqueles decidissem deter as ações. As razões que levaram a esta proposta eram simples: por um lado a sociedade procurava saber quem eram os detentores das suas ações e, por outro lado, pretendia *remunerar de forma especial os acionistas de longo prazo*¹⁴⁹. No momento da proposta, o sócio FMA (Franklin Mutual) insurgiu-se contra a mesma. A DSM não considerou o pedido e, como tal, o sócio viu-se obrigado a intentar uma ação em tribunal que se fundamentava em 2 pontos: em primeiro lugar, alegou que esta recompensa violava o princípio segundo o qual, as ações da mesma categoria têm de conferir direitos e obrigações iguais aos seus titulares; por outro lado, invocou que aquela majoração era violadora do princípio da igualdade entre os acionistas, consagrado no artigo 2:8 e 2:92 do código civil holandês. O *Court of Appeal* decidiu a 28 de março de 2007, dando razão ao sócio FMA.

O tribunal considerou que, *a introdução desse dividendo não poderia estar sujeita a votação dos sócios por violar o princípio da igualdade, consagrado no artigo 2:92 § 1 do Código Civil holandês, interpretado no sentido de que os estatutos apenas podem criar regimes de dividendo e voto diferentes através da criação de categorias de ações*¹⁵⁰⁻¹⁵¹. Considerando a decisão do tribunal, a DSM desistiu da sua proposta.

No entanto, esta problemática não ficou por aqui uma vez que o Advogado-Geral interpôs recurso desta decisão por considerar ser necessária a pronúncia do Supremo tribunal holandês sobre a problemática, para que a situação não voltasse a ser questionada. Segundo a argumentação do Advogado-Geral, o tribunal teria errado na sua interpretação do artigo 2:92 § 1 do código civil holandês, pois este considerava que esta norma apenas

¹⁴⁷ Existe, no entanto, um caso anterior ao caso da DMS, respeitante à *Hermes Investment Management Limited*, onde um dos sócios propôs a *criação de um sistema de incentivo à participação e fidelização dos acionistas num esquema de dividendo de lealdade, procurando resolver alguns problemas de agência provocados pela diferente estrutura acionista*. (GOMES, Fátima, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 406).

¹⁴⁸ Por extenso: Koninklijke DSM N.V.

¹⁴⁹ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 402.

¹⁵⁰ *Ibidem*

¹⁵¹ O confronto entre a atribuição de um dividendo extra e a violação do princípio da igualdade de tratamento entre acionistas, concretamente o princípio da proporcionalidade, como aconteceu na Holanda, seria, em Portugal, uma questão que não teria qualquer relevância uma vez que, tal como já explicámos, a lei portuguesa já consagra alguns casos em que permite que exista uma violação lícita deste princípio.

impunha que a diferenciação tivesse na base uma previsão estatutária, que deixasse claro o montante do dividendo de lealdade e as condições para a sua atribuição. Para sustentar a sua posição, o Advogado-Geral invocou o artigo 2:105 do código civil Holandês, norma que permite a existência uma diferenciação baseada nos estatutos sem que haja alusão a classe de ações. Por outro lado, este exprimiu ainda a sua apreciação do caso, face às normas da legislação comunitária, argumentado que, no caso da DMS, estávamos *na presença de uma discriminação indireta*¹⁵² *uma vez que aos acionistas lhes era dada a oportunidade de escolherem entre registar ou não as suas ações*¹⁵³.

O supremo tribunal holandês decidiu no sentido da argumentação do Advogado-Geral, tendo adotado uma posição favorável à criação do dividendo de lealdade, revogando, dessa forma, a sentença anterior. O supremo tribunal acabou por considerar que o artigo 2:92 § 1 do código civil holandês permitia que, através dos estatutos, os acionistas registados e, nas condições fixadas pelos mesmos, tivessem direito a um dividendo de lealdade, desde que a cláusula estatutária que fixa tais condições não seja, ela própria, violadora do princípio da igualdade presente no artigo 2:92 § 1 do código civil holandês. Não obstante, o tribunal não se pronunciou no sentido de entender, ou não, se o próprio dividendo de lealdade viola, ou não, o princípio da igualdade entre os acionistas.

Na opinião de LENNARTS *é possível, considerando a legislação Comunitária a existência, em casos específicos, de dividendos de lealdade desde que estes respeitem os princípios da proporcionalidade e da subsidiariedade*¹⁵⁴⁻¹⁵⁵. Um caso de sucesso é o da

¹⁵² Na opinião deste, era possível a existência dessa violação desde e sempre que a mesma fosse justificada através de critérios de proporcionalidade e subsidiariedade, ou seja, a DSM teria de justificar os objetivos da aplicação deste regime e, só o poderia aplicar se não existisse nenhuma outra solução disponível para alcançar tais objetivos, na opinião pessoal do Advogado-Geral era possível justificar objetivamente a criação dos dividendos de lealdade. (M. L. Lennarts “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders”, *European Company Law*, vol. 5, Issue 4, agosto de 2008, p. 175.) No entanto, existiram vozes na Doutrina holandesa que não perfilhavam da mesma opinião. Uns porque consideravam que o dividendo de lealdade não preenchia o critério da subsidiariedade, uma vez que consideravam ser possível conquistar os acionistas por outros meios. Outros, ainda, consideravam que não havia provas concretas de que é benéfico para a sociedade ter acionistas que detenham longamente as suas ações e que, deste modo, não se entende a necessidade da violação do princípio da igualdade entre acionistas. (M. L. Lennarts, “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders”, cit., p. 175).

¹⁵³ *Ibidem*. Tradução nossa.

¹⁵⁴ M. L. Lennarts, “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders”, cit., p. 179. Tradução nossa.

¹⁵⁵ Esta conclusão engloba também a lei holandesa, ou seja, na opinião desta Autor também segundo a lei holandesa é possível a aplicação de um instituto como o dos dividendos de lealdade. Mais uma vez, sempre e desde que, se respeite os princípios de proporcionalidade e subsidiariedade.

francesa *Air Liquide*, que atribui aos seus acionistas, após um período de lealdade de, pelo menos 2 anos, um dividendo extra de 10% ¹⁵⁶.

5.1.4. Desvantagens e Benefícios

No plano teórico, poder-se-á ainda equacionar se uma solução como esta se apresenta como vantajosa, quer para a sociedade quer para o acionista. Como tal, FÁTIMA GOMES ¹⁵⁷ enuncia algumas desvantagens que podem decorrer da consagração deste regime, nomeadamente, o facto deste *poder comportar uma desigualdade de tratamento dentro de uma mesma classe de ações* ¹⁵⁸.

Um segundo problema apontado pela Autora e, o qual acompanhamos, é o de a consagração de um regime de lealdade ser discriminatório face aos investidores institucionais ¹⁵⁹, já que, como tivemos oportunidade de expor na primeira parte deste estudo, o fim das ações de lealdade não é atrair o investimento externo, mas antes procurar o envolvimento dos sócios.

Por último, a Autora chama ainda a atenção para o facto de, sendo o fim do dividendo de lealdade a manutenção da titularidade da ação no mesmo sócio por um largo período de tempo, tal provoca alguma distorção no mercado, *que pode mesmo significar uma diminuição da liquidez* ¹⁶⁰.

Como já apontámos, não existem resultados empíricos que concluam que uma política que tenha por base uma recompensa ao acionista de longa duração possa ser uma política mais benéfica para a sociedade pois o facto do acionista se manter na sociedade não significa, por si só, que terá uma posição mais ativa ou mais preocupada com a mesma. Podemos, ao invés, com estes incentivos, estar a potencializar uma situação pior: a da passividade acionista, ou seja, o último compra a ação de lealdade, mas procura

¹⁵⁶ Informação disponível em: <https://www.airliquide.com/shareholders/loyalty-bonus>

¹⁵⁷ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 409 e ss.

¹⁵⁸ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 409.

¹⁵⁹ Embora todo o regime das Ações de Lealdade não procure, de todo, a aproximação deste tipo de acionistas e, por tal, esta “desigualdade é apenas uma consequência normal da aplicação de um regime como este.

¹⁶⁰ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 410.

apenas o incremento monetário, não atuando de modo a potencializar o valor a longo prazo da própria sociedade. Como avisa FÁTIMA GOMES¹⁶¹ *os acionistas podem ser estáveis e passivos, e essa passividade pode ser até prejudicial e termos de influência sobre a administração da sociedade.*

Outro facto para o qual se aponta é o de, mais uma vez, não estar comprovado, que a consagração de um regime como o das ações de lealdade favoreça, quer a transparência, quer as relações entre os acionistas, e em último caso, o fim que se procura alcançar.

5.1.5. A Impossibilidade da aplicação do Dividendo de Lealdade no Quadro Legal Vigente.

I. Como defendemos em sede própria, não é possível, no regime legal societário português, a atribuição ao sócio de um direito especial ao dividendo, no âmbito das ações de lealdade, já que o mesmo teria de ser feito através de categoria de ação e tal esbarra no carácter *intuitus personæ* da figura. Assim, o dividendo de lealdade como proposto não pode ter lugar no ordenamento jurídico português.

II. No entanto, existe na doutrina quem defenda que essa consagração é já possível, através dos estatutos, uma vez que defendem que a atribuição de um dividendo majorado, em seio de ações de lealdade, não é um direito especial¹⁶².

Assim, em sentido oposto ao que defendemos, VIEIRA DOS SANTOS admite já ser possível a consagração de um dividendo de lealdade, considerando o quadro legal português¹⁶³, através da aposição de *uma cláusula estatutária deve especificar claramente os termos em que se vão repartir os direitos aos lucros, indicando requisitos objetivos que ponderem a duração da qualidade de acionista, por se tratar de um facto suficientemente passível de verificação, ao qual podem pretender todos os acionistas*¹⁶⁴.

¹⁶¹ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 411.

¹⁶² Sobre este tópico, os argumentos e as razões que levam estes Autores a defender que não estamos na presença de um direito especial vide ponto 3.3.

¹⁶³ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade..., cit. p. 30.

¹⁶⁴ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade..., cit. p. 30.

Alerta, no entanto, para o facto desta não ser a melhor via a seguir pois, ainda que seja possível contratualmente a estipulação de um dividendo de lealdade, *é recomendável a instituição de uma estipulação legal*¹⁶⁵, sendo esta também a opinião de FÁTIMA GOMES que, por sua vez, considera, tal como o autor anterior, ser *recomendável a criação de uma solução legal expressa*¹⁶⁶. VIEIRA DOS SANTOS justifica a sua posição pela necessidade de se consagrarem legalmente outras questões conexas com a majoração dos dividendos, como seja o caso dos valores máximos, das vantagens a instituir, da definição de um período mínimo que dê acesso a essa mesma vantagem, assim como, a título exemplificativo, o que sucederá em caso de aumento de capital¹⁶⁷⁻¹⁶⁸.

5.2 Direitos de Voto Extra - A querela do voto duplo

5.2.1. O Direito ao Voto no CSC

I. O direito de voto assume-se como o mais elementar direito dos sócios. O mesmo encontra-se consagrado no artigo 21.º n.º 1 alínea b) do CSC, pese embora a letra do artigo não o contemple expressamente¹⁶⁹. É, no entanto, possível retirar-se da expressão *participar em deliberações*, constante no preceito, a sua consagração tácita. Não deixa, no entanto, de ser possível uma outra interpretação que não o contemple. Assim, podem ser feitas dois tipos de interpretações, por um lado a interpretação que vá no sentido de *a participação do sócio poder ser entendida em sentido restrito, isto é, sem incluir esse direito de votar*¹⁷⁰ ou, por outro, uma *em sentido amplo, abrangendo aquele direito*¹⁷¹⁻¹⁷².

¹⁶⁵ *Idibem*.

¹⁶⁶ Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 415.

¹⁶⁷ Cfr. Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade, cit. p. 30 e 31.

¹⁶⁸ Com argumentação semelhante vide FÁTIMA GOMES (Fátima Gomes, “Dividendo de Lealdade?”, 2012, cit., p. 415).

¹⁶⁹ O direito ao voto aparece, no entanto, expressamente consagrado no CVM, enquanto direito inerente aos valores mobiliários. Cfr. artigo 55.º n.º 3º do CVM.

¹⁷⁰ Alexandre de Soveral Martins e Maria Elisabete Ramos, Estudo de Direito das Sociedades, 12ª Edição, Almedina, 2015, p.123.

¹⁷¹ *Idibem*.

¹⁷² O direito à participação nas deliberações envolve direitos conexas, *de tipo condicionante ou instrumental*. Como é o caso do direito a serem convocados para a Assembleia geral. E, também, direitos

A nossa opinião é a de que deve ser colhido este segundo entendimento e, deste modo, entender-se que o direito de participação¹⁷³ integra em si o direito ao voto¹⁷⁴.

O direito ao voto *é fundamental e irrenunciável*¹⁷⁵, *sem prejuízo das restrições previstas na lei*¹⁷⁶. Nele assenta o poder dos sócios decidirem o caminho que a sociedade deve seguir, é a sua influência na vida desta. Como nos ensina VERA-CRUZ PINTO *o direito ao voto integra-se no grupo dos direitos corporativos gerais, inderrogável e irrenunciável, sendo essencial ao estatuto de sócio*¹⁷⁷. Este configura ainda, *um direito subjetivo, cujo exercício visa a satisfação do interesse próprio do acionista*¹⁷⁸.

Seguindo do entendimento de PINTO FURTADO o voto apresenta-se como uma *declaração (de vontade, de ciência ou de sentimento) emitida no âmbito de um processo deliberativo, pelo titular do respetivo direito ou seu representante, a exprimir o sentido que deverá ter a deliberação, relativamente à proposta submetida ao sufrágio*¹⁷⁹. A querela de se considerar se o voto é uma declaração de verdade ou ciência ou de vontade, não cumpre aqui ser abordada¹⁸⁰.

O valor do voto difere consoante o tipo societário sobre o qual nos debruçamos¹⁸¹.

subsequentes que se consubstanciam por exemplo no *direito a pedir a anulação das deliberações anuláveis*. (António Menezes Cordeiro, Código das Sociedades Comerciais Anotado, Almedina, 2014, p. 137)

¹⁷³ *O direito de todo o sócio participar nas deliberações sociais compreende o direito de estar presente nas assembleias gerais e o direito de votar (arts. 21.º/1 b) e 379.º/1 CSC, traduzindo-se no meio através do qual o sócio manifesta a sua vontade (concretizada no direito de voto que está na sua disponibilidade de exercer/não exercer)*. Ac. TRC. de 19/12/2018. Relator Arlindo Oliveira Processo n.º 3957/17.9T8LRA.C1.

¹⁷⁴ O direito ao voto é, na opinião de OLAVO CUNHA *o poder individual dos sócios*. (Paulo Olavo Cunha, “O Poder dos Sócios”, *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, 2012, p. 193)

¹⁷⁵ Tal não significa, no entanto, que o voto não possa ser limitado. Aliás, há situações em que o sócio está completamente impedido de votar, pese embora, não perca, ainda assim, o seu direito ao voto. Exemplos desta situação são o disposto no artigo 384.º n.º 6 do CSC, mormente por situações de conflito de interesses.

¹⁷⁶ Paulo Olavo Cunha, “O Poder dos Sócios”, 2012, cit., p. 193.

¹⁷⁷ Eduardo Vera-Cruz Pinto, *A Representação do Acionista para Exercício do Direito do Voto- Nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, AAFDL, 1988, p. 12.

¹⁷⁸ *Idem* apontando também que o facto de ser possível ao acionista se fazer representar em Assembleia reforça ainda a ideia da classificação do voto como direito subjetivo.

¹⁷⁹ Jorge Pinto Furtado, “O Voto nas Deliberações de Sociedades”, *Separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura*, Coimbra Editora, 2003, p. 218.

¹⁸⁰ Sobre esta temática *vide* FURTADO, Jorge Pinto, “O Voto nas Deliberações de Sociedades”, cit., p. 223 e ss., J.M. Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, cit., p. 222 ou Ferrer Correia, *Lições de Direito Comercial volume II, Sociedades comerciais, Doutrina Geral*, Universidade de Coimbra, 1968, p. 343

¹⁸¹ Nas sociedades por quotas, segundo o disposto no artigo 250.º n.º 1 do CSC, *conta-se um voto por cada cêntimo do valor nominal da quota*.

5.2.2. O Princípio do *one vote, one share* no CSC e as suas derrogações

I. Como explanámos *supra*¹⁸² nas sociedades anónimas, em princípio, a cada ação corresponde um voto é, pois, esta a estatuição do artigo 384.º n.º 1 do CSC e esta a regra vigente no nosso ordenamento jurídico.

Vigora, portanto, o princípio da proporcionalidade, segundo o qual a participação económica do sócio (a sua ação) corresponde à sua participação na sociedade enquanto decisor (direito de voto). Consagra-se, no nosso CSC, a regra do *one share, one vote*. Aquela que *é tradicionalmente considerada como uma das regras de ouro do corporate governance*¹⁸³.

Este princípio basilar assenta em duas premissas: a primeira é a de que os direitos de controlo devem estar na esfera dos acionistas porque estes são *os que têm o maior interesse em maximizar o firm value*. A segunda é de que *o poder de voto deve ser coincidente com os incentivos económicos, ou seja, o acionista deve poder posicionar-se segundo o risco que o seu capital assume*¹⁸⁴. Esta realidade, pese embora, seja a mais intuitiva pode não ser a mais real ou aquela que atualmente se vê esplanada no meio societário. Cumpre, pois, olhar para a vida societária de forma menos rígida.

II. O princípio do *one share, one vote* pode, no entanto, ser limitado, embora tais limitações possam suceder somente nos dois casos previstos no artigo 384.º n.º 2¹⁸⁵ do CSC, e apenas se constarem no contrato social¹⁸⁶.

Estes desvios, que derrubam a regra geral, configuram, como esclarece LUCAS COELHO, uma *medida de proteção aos pequenos acionistas, evitando que estes sejam esmagados pelos possuidores de grande número de ações*¹⁸⁷. Do mesmo modo, estas limitações contribuem para um afastamento/ desincentivo para a compra de muitas ações

¹⁸² Capítulo 2 do presente trabalho.

¹⁸³ Joana Torres Ereio, *One share, one vote...* cit., p. 96.

¹⁸⁴ Mike Burkart e Samuel Lee, “One Share - One Vote...”, cit., p.4. Tradução nossa.

¹⁸⁵ A alínea b) deste artigo contempla o regime dos tetos do voto, onde se procura limitar o poder dos grandes acionistas, protegendo assim os interesses dos sócios minoritários. Este regime *impõe uma maior ou menor dissociação entre o risco económico e o poder de voto* (José Ferreira Gomes e Nádia Reis “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?”, *RDS IX* (2017), n.º 2, 323-356, p. 328).

p. 328) Para mais sobre o os voting caps vide nota de rodapé n.º 49.

¹⁸⁶ Estas limitações podem estar previstas *ab initio* no contrato social ou ser posteriormente aditadas.

¹⁸⁷ Eduardo de Melo Lucas Coelho, *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, Lisboa, 1987, p. 51 e 52.

uma vez que, *o acionista deixa de ter voto na proporção do incremento de títulos que adquire*¹⁸⁸.

Por outro lado, o CSC prevê ainda casos excepcionais em que determinadas ações não contemplam qualquer direito de voto¹⁸⁹ derrubando, mais uma vez, o brocado do *one share, one vote*.

Por último, o n.º 3 do artigo 384.º do CSC dispõe que a limitação consagrada na alínea b) do n.º 2 do mesmo artigo só pode ser atribuída a todas as ações ou a uma categoria de ações. Como tal, veda-se a referida limitação a acionistas individuais.

Do exposto resulta, desde já, que o próprio CSC, em tais derrogações, prescinde de um equilíbrio proporcional. Por tal, é o mesmo que nos abre aqui o caminho para que possamos, através de outros mecanismos, contornar a regra geral da proporcionalidade.

III. Sobre o direito de voto e, em concreto, sobre o voto discute-se qual deve ser entendida como a sua finalidade. Por tal, coloca-se a questão: o voto serve o interesse do sócio ou o interesse da sociedade¹⁹⁰? Sem nos alongarmos nesta discussão, sobre a qual muito se escreveu, é nossa opinião que o voto deve servir tanto o interesse do sócio como o interesse da sociedade, tendo sempre de existir uma justa ponderação entre estas duas realidades. Deste modo, defendemos que vigora uma teoria mista. Denote-se, no entanto, que em caso de conflito de interesses deverá sempre prevalecer o interesse social¹⁹¹.

5.2.3. Direito de Voto Duplo Por Lealdade: O Caso Francês da *Loi Florange*

I. No ordenamento jurídico francês, as ações com voto plural são proibidas, mas é possível a atribuição de ações com voto duplo dentro do campo das ações de lealdade.

A criação de um regime em que se beneficiasse os acionistas de longo curso através de um direito de voto extra teve, pela primeira vez, lugar em França, com a criação

¹⁸⁸ Eduardo de Melo Lucas Coelho, *Direito de Voto dos Acionistas ...*, cit., p. 51 e 52.

¹⁸⁹ Como acontece, por exemplo, no caso do artigo 324.º n.º 1 do CSC, que estabelece que *ficam suspensos todos os direitos inerentes às ações*, dentro deste encontrando-se o direito ao voto.

¹⁹⁰ Sobre as diferentes teorias que regem a finalidade do voto vide António Pereira de Almeida, “Sociedades Comerciais...”, cit., p.183.

¹⁹¹ A própria lei, nestes casos, limita o direito de voto impedindo o sócio de expressar a sua vontade.

da *Loi Florange*¹⁹². Esta última entrou em vigor em maio de 2014¹⁹³, e veio alterar os artigos L225-123 e L225-124 do *code de commerce*. Criada com o objetivo claro de proteger as empresas francesas dos investimentos a curto prazo e para promover o investimento a longo prazo, a *Loi Florange* veio estatuir que os acionistas inscritos e detentores de determinadas ações há mais de dois anos adquiririam um direito de voto duplo. Esta nova lei procurou dar mais poder de decisão aos acionistas que beneficiam a sociedade a longo prazo¹⁹⁴ deixando assim esta de ficar refém daqueles que procuravam apenas ganhos e lucros a curto prazo.

Assim, esta lei visou presentear os acionistas que há mais tempo possuem participações sociais da sociedade, dando-lhes um maior poder sobre a direção desta. Aumentando-lhes o poder de decisão, através do voto, embora tal não tenha reflexo num efetivo aumento das suas participações sociais.

II. A norma do código comercial francês prevê que, para a eficaz aplicação do instituto, estejam preenchidos determinados requisitos. Existe, no entanto, um requisito prévio a estes dois. Assim, é necessário, em primeiro lugar, que se proceda a uma votação onde se discute, no seio da sociedade, se a mesma pode ser alvo do instituto em questão. Por tal, só mediante esta votação em Assembleia Geral, e perante um resultado em que não haja oposição de 2/3 dos acionistas¹⁹⁵ à aplicação deste instituto, pode a mesma instituí-lo.

Posto isto, em primeiro lugar, e seguindo o disposto no supracitado artigo, é necessário que o acionista esteja registado e que nesse mesmo registo conste as ações que

¹⁹² A denominação de *Lei Florange* decorre de um caso real. Em França, o grupo *Arcelor Mittal* decidiu encerrar a empresa *Florange* que, ainda que rentável, era do grupo a que menos resultados positivos apresentava. Na sequência deste encerramento 629 trabalhadores foram demitidos. Para evitar que uma situação semelhante voltasse a acontecer o governo decidiu adotar medidas no tocante ao despedimento coletivo. Nasce a lei *Florange* com uma *ratio* de travar o despedimento coletivo mas, também de responder às imposições da União Europeia em matéria de governo das sociedades. O diploma pode ser consultado em:

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000028811102&categorieLien=id>

¹⁹² Dados que podem ser confirmados em: <https://www.eres-group.com/etudes-et-enquetes/apres-lentree-en-vigueur-de-la-loi-florange-64-des-entreprises-du-sbf120-appliquent-le-droit-de-vote-double/>

¹⁹³ Numa análise das consequências da aplicação desta lei, um estudo concluiu que em 2014 cerca de 54% das empresas aplicavam o direito de voto duplo ao passo que em 2016 esse número subiu para 64%. Os dados podem ser comprovados disponível em: <https://www.eres-group.com/etudes-et-enquetes/apres-lentree-en-vigueur-de-la-loi-florange-64-des-entreprises-du-sbf120-appliquent-le-droit-de-vote-double/>.

¹⁹⁴ O maior beneficiário da aplicação da lei *Florange* foi o Estado Francês que, por ser nas empresas que participa um acionista de longo prazo, recebeu um valor adicional em todas as suas participações.

¹⁹⁵ A aplicação da Lei *Florange* foi votada e aprovada pela primeira vez a 14 de abril de 2015 na Assembleia Geral da *Vinci*.

este concretamente detém¹⁹⁶ e, em segundo lugar, que o mesmo seja detentor dessa ação por um período mínimo de dois anos. No caso destes requisitos estarem preenchidos, o acionista recebe automaticamente o dobro dos votos que detinha por aquela ação, no fim deste período de dois anos.

III. A aplicação deste regime na lei francesa não foi bem recebida pelos *players* do meio societário, como descreve MADAELNA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹⁹⁷, o sentido e opinião dos *proxy advisors* franceses foi de aconselhar a que as sociedades se afastassem da aplicação quer do regime das ações de lealdade quer da aplicação, no seu todo, da *Loi Florange*.

5.2.4. Direito de Voto Duplo Por Lealdade: O Caso Italiano.

I. Por seu turno, em Itália, até à entrada em vigor do DL n.º 91/2014, de 24 de junho, comumente apelidado de *Decreto Competitività*, existia, tal como em Portugal nos dias de hoje, uma proibição expressa da existência de um direito de voto plural. A mesma encontrava-se consagrada no artigo 2351, *comma* 4.º, do *codice civile*. A alteração deste preceito estabeleceu uma exceção ao princípio *one share one vote*, permitindo agora que sejam atribuídos direitos de voto múltiplo. No caso da norma estabelecida neste artigo do código civil italiano é possível a atribuição de um direito de voto plural, sendo que a mesma limita tal direito a um teto máximo de três votos. No entanto, a atribuição de um direito de voto plural só é possível se estivermos no âmbito de determinadas matérias, ou seja, não é um direito absoluto.

II. No caso concreto das ações de lealdade, o seu regime encontra-se estabelecido no TUF, no seu artigo 127 *quinquies*, sob a epígrafe *maggiorazione del voto*.

¹⁹⁶ A consagração deste requisito aparece como resposta aos Considerandos 4, 12 e 46 da Diretiva 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 que por motivos de transparência impôs aos Estados Membros a adoção de um regime que identificasse os acionistas das sociedades.

¹⁹⁷ Madalena Perestrelo de Oliveira, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 5, 2015, Almedina, 2015, p. 440.

Neste preceito, que abaixo deixamos expresso¹⁹⁸, a norma consagra um *cap* de dois votos por ação, ou seja, este preceito é mais fechado do que o previsto no código civil italiano. Adicionalmente, como requisito, o artigo obriga que, o acionista que compra a *ação de lealdade*, a detenha por um período mínimo de 24 meses, sendo que a contagem deste prazo apenas tem o seu início na data do registo do acionista. O preceito prevê ainda que qualquer transferência, tanto a título oneroso como a título gratuito, implica a perda do benefício associado à ação, ou seja, a perda do direito de voto duplo. Excecionam-se, no entanto, os casos de sucessão *mortis causa* ou os casos de fusão ou cisão, cenários esses em que o direito de voto duplo se mantém pese embora tenha existido uma transmissão da ação e, consequentemente, esta já não pertença ao mesmo acionista.

¹⁹⁸ Artigo 127 *quinquies* do TUF -*Maggiorazione del voto*

1. Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato.

2. Gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco. La Consob stabilisce con proprio regolamento le disposizioni di attuazione del presente articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II. Restano fermi gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

3. La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito, ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto. Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato:

a) è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni;

b) si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile.

4. Il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato. Lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti.

5. Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile.

6. La deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile.

7. Qualora la deliberazione di modifica dello statuto di cui al comma 6 sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dal comma 1 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2.

8. Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.))

III. O mesmo artigo deixa ainda expresso que estes direitos de voto extra não constituem uma categoria especial de ações, nos termos do artigo 2348.º do *codice civile*.

Por motivos de maior clareza, a incorporação do regime do voto majorado *foi acompanhada de novos deveres de informação e transparência, previstos no Regolamento Emittenti*¹⁹⁹. Na opinião de MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA²⁰⁰ entre os deveres previstos neste regulamento dever-se-á destacar a obrigatoriedade de comunicar a percentagem de votos detidos.

IV. Tal como sucedeu em França, também em Itália o sentido da opinião dos *proxy advisors* foi o de desaconselhar a aplicação deste do instituto das ações de lealdade. No mesmo sentido, mas prevenindo e opondo-se a uma estrutura que comportasse uma dualidade de classes de direitos de voto, proclamou-se o ISS²⁰¹.

5.2.5. Direito de Voto Duplo Por Lealdade: As Soluções de Outros Ordenamentos Jurídicos

I. Em Espanha procedeu-se a uma alteração, a 30 de junho de 2010, do preceito do artigo 105.º da Lei das Sociedades Anónimas onde, desde então, passou a ser proibida a inserção, nos estatutos das sociedades cotadas, limites aos exercícios dos direitos de voto. Abrindo assim a possibilidade das sociedades, querendo, distribuírem direitos de voto extra pelos seus acionistas²⁰².

Noutros países como é o caso da Suécia, na Dinamarca ou na Finlândia é possível a atribuição de direitos de voto plural. Como alude RICARDO BARROS, *na Suécia, as sociedades anónimas podem emitir dois tipos de ações: A-shares e B-shares*.

¹⁹⁹ Madalena Perestrelo de Oliveira, “Direito de voto nas sociedades cotadas...”, *cit.*, p. 439.

²⁰⁰ *Ibidem*

²⁰¹ Madalena Perestrelo de Oliveira, “Direito de voto nas sociedades cotadas...”, *cit.*, p. 439.

²⁰² Do outro lado do Atlântico, no Estados Unidos da América, ainda que seja possível a consagração contratual de um modelo como o da majoração do voto por lealdade, é raro que tal suceda como explana QUIMBY. (P. Alexander Quimby “Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares” *cit.*, p. 403.)

*As primeiras seguem o princípio one share, one vote, enquanto nas B-shares podem ter dez votos por cada ação*²⁰³.

Ao contrário daquilo que sucede nos sistemas jurídicos *supra* aludidos, o sentido dado na lei alemã é o de proibir expressamente²⁰⁴ a distribuição de direitos de voto plurais, como de resto também sucede em Portugal²⁰⁵, no caso das sociedades anónimas.

5.2.6. A Proibição do Voto Duplo No CSC

I. Finda esta pequena análise de alguns dos sistemas jurídicos europeus onde o voto duplo é admitido, cabe agora atentar no sistema jurídico português. Assim, cumpre principiar por referir, uma vez mais, que a lei societária portuguesa expressamente proíbe a possibilidade de atribuição de um direito de voto plural nas sociedades anónimas, encontrando-se tal proibição consagrada no artigo 384.º n.º 5 do CSC. Assim, está desde já excluída a possibilidade de fazer vigorar no regime jurídico nacional uma solução onde é possível beneficiar o sócio com mais poder de voto.

II. Esta proibição só tem acolhimento na lei portuguesa desde a entrada em vigor do novo CSC, que teve lugar a 1 de novembro de 1986, razão pela qual, o artigo 531.º do atual CSC prever, no seu n.º 1, a manutenção dos *direitos de voto plural constituídos legalmente antes da entrada em vigor desta lei*²⁰⁶. Até à entrada em vigor deste novo diploma, o artigo 1.º § 1.º, do Decreto n.º 1645, de 15-6-1915, permitia uma *desigual*

²⁰³ Ricardo Jorge Seabra Barros, *As Ações de Lealdade...*, cit., p. 36

²⁰⁴ Encontrando-se tal proibição espelhada no § 12 (2) AktG.

²⁰⁵ A lei alemã seguiu a evolução da lei portuguesa uma vez que, tal como teremos oportunidade de expor infra, o primeiro sentido da lei foi o de permitir a existência de um voto duplo, evoluindo depois para uma solução intermédia e, no fim, acabando por expressamente proibir a existência de um voto duplo. Para mais sobre este tópico *vide*: Madalena Perestrelo de Oliveira, “Direito de voto nas sociedades...”, cit., p. 441 ss.

²⁰⁶ Ficam, assim, assegurados os direitos de voto plural que já existiam à data da entrada em vigor do novo CSC.

representação de votos. Também o n.º 4 do artigo 183.º do Código Comercial, introduzido pelo Decreto-Lei n.º 154/72, de 10 de maio aludia a *privilégios de voto*²⁰⁷⁻²⁰⁸.

Conclui-se, deste modo, que a evolução legislativa portuguesa, no caso das sociedades anónimas, foi no sentido de retirar dos poderes da sociedade a possibilidade de conceder aos seus sócios direitos de voto extra. Esta evolução, no sentido inverso à dos ordenamentos jurídicos que estudámos *supra*, seguiu o sentido da evolução do ordenamento jurídico alemão que, embora durante muito tempo tenha permitido a atribuição de votos extra, acabou por seguir o rumo contrário. Tal decisão ocorreu pois o legislador acabou por concluir que existia, no anterior regime, um *injustificado poder de influência não correspondente à participação no capital social e aos riscos assumidos*²⁰⁹.

Repare-se, no entanto, que o legislador nacional não optou por este caminho para o caso das sociedades por quotas, nas quais, ainda nos dias de hoje, é possível atribuir direitos de voto duplo, conforme estatuído no artigo 250.º n.º 2 do CSC²¹⁰. Como conclui VIEIRA DOS SANTOS²¹¹, no caso das sociedade por quotas a consagração de uma regra de voto plural justifica-se *pelo prepósito de se atribuir ao titular respetivo um domínio político na assembleia geral sem o obrigar a um esforço patrimonial correspondente na subscrição do capital social, o que poderá ser muito útil para desfazer bloqueios em certas deliberações, e aumentar o poder de voto dos minoritários favorecendo a formação de minorias de resistência*.

III. De volta ao disposto no artigo 384.º n.º 5 do CSC, que neste ponto cumpre analisar, este preceito frisa, mais uma vez, a regra *do one share, one vote*, regra essa que como já tivemos oportunidade de expor serve de base, em princípio, à relação sociedade-acionista. Esta regra tem sido, no seio das sociedades anónimas e, como bem explana

²⁰⁷ Eduardo de Melo Lucas Coelho, *Direito de Voto dos Acionistas...*, cit., p. 58 e 59.

²⁰⁸ Na altura, *defendia-se que as ações de voto plural correspondiam a uma necessidade de proteger as sociedades anónimas de movimentos concentracionistas, especialmente daqueles provenientes do estrangeiro, com o que se tornou a ação com voto plural numa espécie de causa nacional na generalidade dos países* (Pedro Maia, “Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima”, *Boletim da Faculdade de Direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, nota de rodapé n.º 189).

²⁰⁹ J.M Coutinho de Abreu em J.M. Coutinho de Abreu, Alexandre Mota Pinto, Alexandre de Soveral Martins, Ana Maria Gomes Rodrigues, Carolina Cunha, Elda Marques, Gabriela Figueiredo Dias, Hugo Duarte Fonseca, João Paulo Remédio Marques, Margarida Costa Andrade, Maria Elisabete Ramos, Nuno, Barbosa, Orlando Vogler Guiné, Paulo Tarso Domingues, Ricardo Costa, Rui Pereira Dias, Susana Aires de Sousa, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, volume VII, p. 566 e p. 567.

²¹⁰ No caso das sociedades por quotas, mantém-se o voto plural (duplo), mas não os direitos de voto triplo, realidade permitida apenas para aqueles que foram constituídos antes da entrada em vigor do novo CSC. O artigo prevê ainda uma distribuição dos direitos de voto limitada a 20% do capital total desta.

²¹¹ Nuno Pinto Vieira dos Santos, *Ações de Lealdade*, cit. p. 29 e 30.

PERESTRELO DE OLIVEIRA²¹², uma regra que tem permanecido incontestada em Portugal. A incontestabilidade desta norma leva VIERA DOS SANTOS a admitir que *é impossível estabelecer o voto de lealdade devido a esta proibição*²¹³. Aliás, na opinião de LENNARTS a concessão de direitos de voto extra *nunca será uma alternativa uma vez que viola o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas*²¹⁴⁻²¹⁵.

IV. Consagrado e incontestado que se encontra o disposto no artigo 384.º n.º 5 do CSC, PERESTRELO DE OLIVEIRA defende que o artigo deve ser lido de modo a que na sua leitura caiba uma interpretação que permita, no seio das sociedades cotadas, a atribuição de direitos de voto duplo. Para tal, a Autora sugere uma leitura do preceito que tenha em conta os diferentes subtipos de sociedades anónimas existentes²¹⁶. Defendendo, assim, que ainda que todos os tipos de sociedades anónimas tenham como base as duas mesmas características²¹⁷, estas diferem entre si nas restantes características que as compõem e, como tal, é preciso atender a estas diferenças quando aplicamos *algumas normas que construídas com aparente pretensão de aplicação generalizada a todos os subtipos de sociedades anónimas não o deverão ser*²¹⁸. Face à categorização em subtipos que a Autora defende, a mesma sugere que o disposto no artigo 384.º n.º 5 do CSC deve ser objeto de uma interpretação restritiva e, em consequência, se exclua do seu âmbito de aplicação as sociedades cotadas, e por tal, neste subtipo societário, deva ser possível a atribuição de direitos de voto plurais.

Mais, acrescenta a Autora, que se tomarmos em atenção a letra do artigo 1.º alínea f) do CVM, o qual parece permitir o destaque do direito de voto e da ação

²¹² Madalena Perestrelo de Oliveira, “Direito de voto nas sociedades cotadas...”, cit., p. 443.

²¹³ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade, cit. p. 30.

²¹⁴ Tradução nossa. (M. L. Lennarts, “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders”, cit., p. 179.) O autor fala ainda da incerteza da necessidade de criação de categorias de ações especiais para implementar direitos de voto extra segundo a lei holandesa.

²¹⁵ Embora, como já tivemos oportunidade de expor anteriormente, no seio do regime legal português, a problemática deste princípio é passível de ser ultrapassada, como de resto acontece já nalgumas situações. Para mais informações sobre a temática, vide capítulo 2.

²¹⁶ Considerando esta que, dentro do grande tipo das sociedades anónimas, há que considerar enquanto subtipos, as sociedades anónimas enquanto tal, as grandes sociedades anónimas as quais se encontram sobre a alçada do CSC, as sociedades abertas mas não cotadas, que são regidas tanto pelo CSC como pelo CVM e, por último as sociedades abertas cotadas, às quais se aplicam os artigos do CSC que vigoram para todas as sociedades anónimas e a qualquer sociedade aberta e ainda o constante nos artigo 77.º n.º 1, 414.º n.º 6, 423.º -B n.º 5 do CSC. (Madalena Perestrelo de Oliveira, “Direito de voto nas sociedades cotadas...”, cit., p. 444.

²¹⁷ O regime das sociedades anónimas pauta-se por duas características de base, sendo elas: a responsabilidade limitada do sócio pelo valor da sua entrada e, ainda, pela divisão do capital da sociedade em ações.

²¹⁸ Madalena Perestrelo de Oliveira, “Direito de voto nas sociedades cotadas...”, cit., p. 444.

correspondente²¹⁹, então o princípio consagrado no 384.º n.º 5 do CSC então *já perdeu a sua relevância prática*²²⁰.

Em suma, para PERESTRELO DE OLIVEIRA, se fizermos uma leitura restritiva do artigo 384.º n.º 5 CSC, é possível a atribuição de um direito de voto duplo nas sociedades cotadas.

Também FERREIRA GOMES e REIS nos alertam para a importância de se ultrapassar o princípio da proporcionalidade já que *num mercado com um tão reduzido número de sociedades cotadas, a imposição estrita do princípio da proporcionalidade tende a afastar as sociedades do mercado de capitais para se financiarem*²²¹.

V. No entanto, tal conclusão não nos deve afastar de estudarmos a possibilidade de aplicação de um regime de aumento de direitos de *voto por lealdade*, numa hipótese meramente académica, analisando os seus pontos positivos e negativos.

Assim, começamos por apresentar aquele que, para QUIMBY²²²⁻²²³, é um dos grandes inconvenientes desta modalidade. O Autor alerta-nos para o facto de, se não assistirmos a uma criação de um regime bem estruturado das ações de lealdade, em matéria de votos, podemos acabar por contruir um regime que seja excessivamente desproporcional entre a detenção das ações e os direitos de votos a si associados que não se justifica²²⁴ e, causar outros problemas²²⁵ necessariamente prejudiciais à sociedade. O Autor sugere, para evitar esta excessiva desproporcionalidade, que findo o período de lealdade os direitos de voto não devam continuar a aumentar, isto é, o número de votos

²¹⁹ Madalena Perestrelo de OLIVEIRA, “Direito de voto nas sociedades cotadas...”, cit., p. 448.

²²⁰ *Ibidem*.

²²¹ José Ferreira Gomes e Nádia Reis “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?”, RDS IX (2017), n.º 2, 323-356, p. 332.

²²² P. Alexander Quimby, “Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, cit. p. 405.

²²³ Para este Autor, o aumento dos direitos de voto seria gradual, evitando assim uma desproporção excessiva entre o número de ações detidas e os correspondentes números de voto. Assim, a cada 6 meses de detenção da ação o poder de voto subia um duodécimo, sendo que tal aumento só seria permitido num período máximo de 3 anos.

²²⁴ Como exemplos QUIMBY conta o caso da Volkswagen em que um acionista deter 25.1% dos direitos de voto, mas apenas 9.44% dos direitos de *cash flow*. E, ainda, o caso de uma sociedade no Canadá em que a detenção das ações é de 1% mas os direitos de voto são de 56%. (P. Alexander, Quimby, “Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, cit., p. 405)

²²⁵ Como, nomeadamente, a diminuição da liquidez da sociedade ou, ainda, um desalinhamento excessivo dos incentivos, entre o acionista controlador e o acionista não controlador, quando o poder de voto do acionista controlador excede em muito seu risco financeiro (P. Alexander Quimby, “Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares” cit., p. 405).

extra a dar ao acionista deve ser fixo e não em *escadinha*²²⁶. Do mesmo modo, sugere ainda que o número de ações de lealdade seja limitado, ou seja, que, por exemplo, só 10% das ações totais da sociedade correspondam a ações com direitos de voto extra.

Por outro lado, dir-se-á que a grande vantagem desta recompensa, que dá ao sócio um maior poder sobre o destino da sociedade, é o facto da mesma aumentar o envolvimento do acionista para com a sociedade não só durante o período obrigatório de lealdade (até à efetiva receção da recompensa), mas, também, o facto de fomentar um envolvimento futuro em que o investidor espera receber os frutos da sua votação. Parece-nos que, se o objetivo for o do combate ao *short-termism* e o de fazer nascer um maior envolvimento entre a pessoa do acionista e a sociedade, que a atribuição de um direito de voto duplo é mais útil e eficaz, para a estabilidade da sociedade, do que, por exemplo, a atribuição de um dividendo majorado.

No computo geral, cumpre balancear os prós e contras e decidir se seria vantajoso uma alteração legislativa que permitisse a aplicação desta modalidade de recompensa.

VI. Posto isto, e face à realidade que apresentámos *supra*, da atual proibição do direito de voto duplo, os Autores que defendem a consagração de um regime como o das ações de lealdade cuja recompensa seja um direito de voto duplo não podem deixar de o fazer sustentando uma alteração do quadro jurídico em vigor. Para VIEIRA DOS SANTOS, tal alteração legislativa estaria a dar às empresas *um instrumento poderosíssimo para aumentar a influência dos acionistas a longo prazo*²²⁷.

Para este Autor, a alteração não passaria pela eliminação da proibição do consagrada no artigo 384.º n.º 5 do CSC, mas antes pela consagração de uma norma excecional que viesse a excluir esta proibição no caso dos *acionistas de lealdade*. Como tal, este defende que só nos casos de *lealdade* se poderia dar aos sócios o direito de voto plural, uma vez que fora desses casos poderíamos estar na presença de um *perigoso mecanismo*²²⁸. Na sua opinião, seria útil, para as sociedades, e para que existisse um maior

²²⁶ Ou seja, ao fim de 3 anos dar-se 1 voto extra, depois ao fim de mais 2 dar-se outro voto extra e assim sucessivamente.

²²⁷ Nuno Pinto Vieira dos Santos, Ações de Lealdade, cit., p. 33.

²²⁸ *Ibidem*

envolvimento entre os acionistas e a mesma, que a lei permitisse a possibilidade de dar aos *acionistas leais* um direito de voto duplo²²⁹.

No entendimento de VIEIRA DOS SANTOS, o direito de voto duplo deveria apenas ser dado no caso das ações de lealdade²³⁰ pois que, no seu entendimento o *direito de voto plural constitui um perigoso mecanismo, podendo culminar em variações muito diversificadas e complexas do poder de voto*²³¹. Deste modo, o Autor acaba por ter uma posição intermédia, que não excluindo totalmente a existência de um direito de voto duplo, como atualmente acontece por imposição do artigo 384 n.º 5 CSC, apenas o prevê no caso específico de um regime aqui em estudo.

5.3. As L-Warrants

I. Existe, em teoria, a par dos dois tipos de recompensas enunciados previamente, um terceiro modo de premiar os sócios leais. Referimo-nos à possibilidade de, findo o período de lealdade, poder-se adquirir, a um preço previamente predefinido, um direito em forma de *warrant*²³². Esta proposta, enunciada por PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMANA²³³ determina que, após manterem as suas ações durante um determinado lapso temporal (período de lealdade), seja concedido aos sócios um *loyalty warrant*, *in casu*, um *call-warrant*²³⁴⁻²³⁵. Segundo o entendimento destes dois Autores,

²²⁹ Nuno Pinto Vieira dos Santos, *Ações de Lealdade*, cit., p. 33.

²³⁰ Nuno Pinto Vieira dos Santos, *Ações de Lealdade*, cit., p. 33.

²³¹ *Ibidem*.

²³² *Os Warrants Autónomos são valores mobiliários cotados em bolsa que conferem ao seu detentor um direito (e não uma obrigação) sobre um determinado ativo financeiro (ativo subjacente). Os ativos subjacentes são, habitualmente, ações, índices de ações, taxas de câmbio ou commodities.* (disponível em: <https://www.bancoinvest.pt/poupanca-e-investimento/titulos/warrants/saiba-mais>) Existem vários tipos de Warrants, nomeadamente, *os call-warrant, os put warrant, os turbo call e os turbos put*.

Para o trabalho que nos propomos a fazer, interessa o disposto no artigo 2.º do DL n.º 172/99, de 20 de Maio que estatui no seu n.º 1 - 'Warrants autónomos' são valores mobiliários que, em relação a um ativo subjacente, conferem algum dos seguintes direitos:

a) Direito a subscrever, a adquirir ou a alienar o ativo subjacente, mediante um preço, no prazo e demais condições estabelecidas na deliberação de emissão;

²³³ Patrick Bolton e Frédéric Samama, "Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors", *Journal of Applied Corporate Finance*, volume 25, número 3, Verão de 2013;

²³⁴ Patrick Bolton e Frédéric Samama, "Loyalty-Shares: Rewarding...", Verão de 2013, cit., p. 41.

²³⁵ Ser detentor de um call-warrants significa ter-se o poder de comprar um ativo subjacente ao preço de exercício do mesmo numa determinada data (no passado), sendo que essa aquisição só se consumará no futuro.

esta solução visa atrair investidores de longo-prazo, mas também *encorajar os investidores a despendem mais recursos para compreenderem as perspectivas de longo prazo das sociedades*²³⁶.

Em traços gerais, da proposta de BOLTON e SAMAMA, resulta que, ao fim de um período de lealdade pré-definido de, por exemplo, 3 anos, o investidor que tenha adquirido estas ações de lealdade vê nascer na sua esfera jurídica o direito a comprar novas ações da sociedade a um preço que haja sido estipulado no início do período de lealdade, ou seja, a um preço acordado há 3 anos²³⁷. Nesta proposta, e tal como sucede nos regimes já consagrados das ações de lealdade, caso haja uma alienação daquela ação durante o referido período de 3 anos, então o investidor perde o direito a poder comprar, caso assim o deseje, as novas ações ao preço previamente estipulado.

II. Tal como sucede com as duas outras figuras que apresentamos neste trabalho, também a escolha pelas *L-Shares*²³⁸ como modo de recompensa apresenta pontos negativos e pontos positivos que devem ser expostos²³⁹.

Assim, a escolha pela implementação de uma recompensa que passe pela possibilidade de compra de uma ação extra, a um preço acordado em momento anterior, no fim do período de lealdade faz com que o acionista que detém este direito procure, durante o período em que está vinculado à sociedade, aumentar o valor da mesma, para que a sua ação futura possa ser mais valiosa. Por tal, o envolvimento do acionista na sociedade seria mais sério, tendo sempre em perspectiva os interesses da sociedade a longo prazo. Tal comprometimento traria, como se procura, uma atuação mais ativa por parte do acionista na medida em que, ao procurar aumentar o valor da sociedade, fiscalizaria mais as contas e a atuação da primeira, o que por si só já acarreta vantagens não apenas para o acionista leal, como ainda para os outros acionistas assim como, para a própria sociedade.

²³⁶ Patrick Bolton e Frédéric Samama, “Loyalty-Shares: Rewarding...”, Verão de 2013, cit., p. 40. Tradução nossa.

²³⁷ Patrick Bolton e Frédéric Samama, “Loyalty-Shares: Rewarding...”, Verão de 2013, cit., p. 41.

²³⁸ Termo aqui entendido como tradução à letra de Ação de Lealdade, ou seja, a atribuição de uma ação extra, ainda que por meio de um warrant.

²³⁹ Embora já tenhamos esclarecido supra que os ativos subjacente aos Warrants podem ter várias formas, no presente Capítulo teremos apenas por base as Ações.

III. Do lado inverso, existem dois grandes problemas²⁴⁰: o primeiro colocar-se-ia logo quando, findo o período de lealdade, o acionista optasse por fazer valer o seu direito e quisesse adquirir uma nova ação. Ora, desta feita, no dia em que o acionista passa a ter o direito de adquirir a nova ação, a sociedade teria de ter na sua esfera as ações necessárias para satisfazer esse direito. Não as possuindo, a sociedade seria obrigada a proceder a um aumento de capital, uma vez que só assim conseguiria ter ações disponíveis para as alienar aos acionistas leais.

Em consequência deste aumento obrigatório, a sociedade emitente veria o seu número de ações aumentar, sem que o aumento do valor (que, ainda assim, terá lugar) seja proporcional²⁴¹, uma vez que, a sociedade procede a um aumento de capital que não precisava. Pior ainda, tal aumento não corresponde ao valor de mercado das ações naquele momento visto que a ação tem de ser alienada pelo valor previamente acordado. Esta última opção representa um grande risco para a sociedade, pois como alerta MAGALHÃES RAMALHO, pode levar a que haja uma potencial diluição do capital resultante da periódica emissão de novas ações²⁴².

No entanto, há ainda outro aspeto a considerar, desta feita, na perspetiva do acionista. Veja-se que, para este último, esta recompensa apresenta-se como *fraca* visto que, a mesma só lhe trará proveito se este exercer o direito de adquirir a nova ação (sendo que, para tal, terá de despende ainda mais capital). Ora, se findo o período de lealdade o acionista não quiser gastar esse montante por, por exemplo, a sociedade não crescer como ele idealizava que cresceria, a aquisição de uma nova ação não lhe traz qualquer benefício mas antes custos. Não obstante, poderá ainda suceder que, no momento em que pode finalmente fazer uso do seu direito, o acionista não detenha os fundos necessários para adquirir tal ação. Nestes casos, o acionista acaba por não ter qualquer retribuição pela sua lealdade.

²⁴⁰ Sobre a emissão de *warrants* e os perigos da sua aquisição para o acionista, veja-se as Recomendações da CMVM, disponíveis em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Anexos/Pages/Recomenda%C3%A7%C3%B5es-aos-investidores-em-warrants-aut%C3%B3nomos2.aspx>

²⁴¹ António Maria Bettencourt da Câmara Magalhães Ramalho, *Acções de Lealdade – Análise da Figura e da sua Admissibilidade no Ordenamento Jurídico Português*, Dissertação de Mestrado, agosto de 2018, cit., p. 28.

²⁴² *Ibidem*.

Assim, uma aposta por uma modalidade de recompensa como esta tem um risco bastante elevado para o acionista pois, tal como aponta MAGALHÃES RAMALHO, *o mercado português de capitais é um mercado pouco dinâmico*²⁴³, e onde dificilmente se consegue assegurar que o acionista terá efetivamente uma vantagem findo o período de lealdade.

IV. Num caso conhecido, e que envolve a distribuição de ações enquanto modo de retribuição por lealdade, a francesa *Air Liquide*, adicionalmente à atribuição de um dividendo extra²⁴⁴, concede, também, aos seus *acionistas leais*, ações gratuitas em proporção do número de ações que estes já detinham²⁴⁵. Esta solução, que embora envolva ações, não é igual àquela que aqui apresentámos²⁴⁶. Pois, esta surge como uma solução bastante mais benéfica para o acionista, uma vez que a ação extra lhes é dada gratuitamente (mais, aqui referimo-nos a um conjunto de ações proporcionais e não apenas de um número limitado).

V. Tal como acontece com as outras recompensas, a possibilidade de atribuir ao sócio este direito especial esbarra na configuração das ações de lealdade, no facto das mesmas não se coadunarem com o regime português de como os direitos especiais são atribuídos em função de uma categoria e não de um sócio específico.

²⁴³ António Maria Bettencourt da Câmara Magalhães Ramalho, *Ações de Lealdade*, Dissertação de Mestrado, agosto de 2018, cit., p. 28.

²⁴⁴ Tal como já tivemos oportunidade de expor no Capítulo 5, esta sociedade foi uma das que aderiu ao regime das ações de lealdade em França.

²⁴⁵ Informação disponível em: <https://www.airliquide.com/shareholders/free-shares>.

²⁴⁶ Na *paper presentation* de BOLTON & SAMAMA, os Autores enunciam também como hipótese de recompensa por lealdade, a atribuição de uma Ação Extra, comparando-a às restantes soluções, a atribuição de um direito de voto extra, a atribuição de um dividendo extra e por último a atribuição de um loyalty warrant. Nesta comparação os Autores concluem por dar preferência à última solução. (Conclusão retirada de: Patrick Bolton e Frédéric Samama, “Loyalty-Shares: How to Reward Long-Term Investors” in *Long-Term Investing: An Optimal Strategy in Short-Term Oriented Markets*, 2012, cit., p. 7).

6. O regime de transmissão de ações: As Ações de Lealdade como limite à livre transmissibilidade.

I. O presente capítulo será dividido em três pontos distintos. No primeiro iniciaremos por uma abordagem do regime da transmissão de Ações, no sentido geral como é operado pelo CSC, e consequentemente da transmissão de valores mobiliários, à luz do quadro jurídico vigente. Num segundo momento, fixar-nos-emos na compatibilidade do regime português da transmissão de ação e o próprio regime das ações de lealdade. E, por último, atentaremos nas soluções dadas a nível internacional em matéria de transmissibilidade das ações de lealdade.

6.1. A transmissão de Ações no CSC

I. A matéria sobre a transmissibilidade de ações²⁴⁷ encontra-se prevista no artigo 328.º do CSC²⁴⁸. O princípio vigente diz-nos que, no caso das sociedades anónimas²⁴⁹, a transmissão de ações é livre²⁵⁰. Esta não poderia deixar de ser a solução,

²⁴⁷ Nas palavras de MENEZES CORDEIRO, quando o sócio adquire as ações por transmissão estamos na presença de uma aquisição derivada, por oposição à aquisição originária, que acontece apenas em dois casos: ou com a constituição da sociedade ou com um aumento do capital. (António Menezes Cordeiro, Da preferência dos Acionistas na Subscrição de Novas Ações; Exclusão e Violação, p. 347 in <https://portal.oa.pt/upl/%7B723d08cd-2fe9-4271-a832-ab20f8f9942b%7D.pdf>)

²⁴⁸ SOVERAL MARTINS aponta para o carácter injuntivo que a norma parece ter, argumentando neste sentido dizendo que se trata *de uma norma proibitiva que contém na sua letra indícios claros de que o regime nela constante não pode ser afastado por vontade das partes*. (Alexandre de Soveral Martins em J.M. Coutinho de Abreu, Alexandre Mota Pinto, Alexandre de Soveral Martins, Ana Maria Gomes Rodrigues, Carolina Cunha, Elda Marques, Gabriela Figueiredo Dias, Hugo Duarte Fonseca, João Paulo Remédio Marques, Margarida Costa Andrade, Maria Elisabete Ramos, Nuno, Barbosa, Orlando Vogler Guiné, Paulo Tarso Domingues, Ricardo Costa, Rui Pereira Dias, Susana Aires de Sousa, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume V, 2012, cit., p. 523)

²⁴⁹ Como acontece com outras matérias, também o regime da transmissão difere consoante o tipo societário. Por exemplo, no caso das Sociedades por Quotas, para que haja uma transmissão válida da quota é necessário que exista um consentimento expresse dos restantes sócios, conforme a letra do artigo 182.º n.º 1 *in fine*.

²⁵⁰ Ao contrário daquilo que sucede, por exemplo, no caso das sociedades por quotas onde por força do artigo 228.º n.º 2 do CSC a cessão de quotas *não produz efeitos para com a sociedade enquanto não for consentida por esta* ressalvando o caso em que a transmissão *ocorre entre cônjuges, entre ascendentes e descendentes ou entre sócios*. Denote-se que, também para esta matéria releva o facto de, na maioria dos casos as sociedades por quotas terem um pendor mais personalista, porquanto as sociedades anónimas são conhecidas por serem sociedades de pendor mais capitalista.

uma vez que, no âmbito das sociedades anónimas, *as ações têm como característica a rápida mobilização de investimento, visando a recolha de fundos, mas também a possibilidade de fácil desinvestimento*²⁵¹, como tal, outra solução que não a da consagração de um princípio da livre transmissibilidade de ações contrariaria a própria essência daquelas sociedades.

O princípio admite, no entanto, que lhe sejam apostas algumas limitações²⁵², desde que feitas nos termos da lei²⁵³. Desta forma, a sociedade pode limitar, mas nunca excluir totalmente, o direito do sócio a transmitir as suas ações²⁵⁴. Tais limitações podem ser adicionadas ao contrato de sociedade mediante o consentimento²⁵⁵ de *todos os acionistas cujas ações sejam por elas afetadas*^{256- 257} e concernem, tanto às transmissões a título oneroso, como às transmissões a título gratuito.

A aposição de uma norma que permita a existência de tais limitações, ainda que dentro dos limites taxativamente consagrados, permite, em última instância, que seja possível *fechar* totalmente a sociedade à entrada de novos sócios, ou seja, que façam parte

²⁵¹ Carolina Ferreira da Silva Cordeiro dos Santos, *Dos Limites à Transmissão de Ações*, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2015, p. 6.

²⁵² Antes da entrada em vigor da Lei 15/2017, de 3 de maio, a lei previa que estas limitações não poderiam ser apostas às ações ao portador, uma vez que tais limites seriam contrários ao regime geral de transmissão deste tipo de ação.

²⁵³ *O contato de sociedade pode impor limitações à livre transmissibilidade de ações, dando-se, assim, corpo às situações nas quais a sociedade anónima opera na base de uma especial ligação entre os seus membros, visando-se impedir a entrada de terceiros potencialmente nocivos à vida da sociedade; II. As limitações À negociabilidade não podem ser totais (artº 328º, nº 1, do CSC).* (Ac. TRP de 24/04/2013. Relator: Caimoto Jácome. Processo n.º 776/09.0TBMDL.P1)

²⁵⁴ Assim, no entendimento de SOVERAL MARTINS, não pode ser aposta uma cláusula que exclua a transmissibilidade das ações durante um certo período de tempo, uma vez que *tal é mais que uma limitação, ou é, pelo menos uma limitação que vai além do que a lei permite*. (Alexandre de Soveral Martins em J.M. Coutinho de Abreu, Alexandre Mota Pinto, Alexandre de Soveral Martins, Ana Maria Gomes Rodrigues, Carolina Cunha, Elda Marques, Gabriela Figueiredo Dias, Hugo Duarte Fonseca, João Paulo Remédio Marques, Margarida Costa Andrade, Maria Elisabete Ramos, Nuno, Barbosa, Orlando Vogler Guiné, Paulo Tarso Domingues, Ricardo Costa, Rui Pereira Dias, Susana Aires de Sousa, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume V, 2012, cit., p. 522). O Autor considera que *não se trata de proibir as limitações que sejam mais graves ou pesadas do que as previstas na lei*, será antes de considerar que *a lei só permite cláusulas que contenham limitações que não vão além das previstas no artigo 328 n.º 2 do CSC.* (*Ibidem*, cit., p. 523.) Deste modo, será nula a cláusula de limitação que vá além do que a lei permitir. Pelo contrário, é possível que *o contrato proíba menos do que a lei permite proibir.* (*Ibidem*, cit., p. 524.)

²⁵⁵ Este consentimento vem previsto e deve ser dado de acordo com o previsto no artigo 329.º do CSC.

²⁵⁶ Letra do artigo 328.º n.º 3 do CSC.

²⁵⁷ Deste modo, sendo a cláusula de limitação aposta numa deliberação de alteração do contrato social, é preciso, primeiro atentar no disposto nos artigos 382.º n.º 2 e 386.º n.º 3 do CSC e, posteriormente, ao disposto no artigo 328.º n.º de CSC. Há, deste modo, uma maior tutela dos interesses dos acionistas que adquiriram ações livremente transmissíveis e assim, não as podem ver a sua transmissão limitada sem o seu consentimento.

da sociedade de sempre e, para sempre, apenas os sócios que constam do contrato de sociedade inicial.

6.2. A transmissão e Ações no CVM

I. No caso de estarmos na presença de uma Sociedade Aberta²⁵⁸, onde as ações se traduzem em valores mobiliários²⁵⁹, precisamos de atender ao disposto no CVM. Na opinião de CORTEZ existiam três grandes grupos de modos de transmissão de valores mobiliários: em primeiro lugar, o grupo das ações que se transmitiam por *traditio* dos títulos, conforme dispunha o revogado artigo 101.º n.º 1 e 2 do CVM, que concernia às ações ao portador. Em seguida, o grupo das ações que se transmitem por endosso, ou seja, mediante a declaração de transmissão escrita nos títulos, complementada com a inscrição do nome do adquirente no título ou sendo o endosso feito em branco com a detenção do título, conforme resulta do artigo 102.º do CVM (que, por sua vez, regula a transmissão de valores mobiliários titulados nominativos²⁶⁰) e, por último, o das ações que se transmitiam mediante o registo na conta do adquirente, como explana o artigo 80.º n.º 1 do CVM²⁶¹. Também neste caso estamos na presença de um princípio de livre transmissibilidade dos valores mobiliários.

Para JOSÉ ESTACA²⁶² a transmissão de um valor mobiliário aporta também a transmissão dos direitos inerentes a esse mesmo valor mobiliário. Assim, na sua opinião, existem dois tipos de direitos inerentes que devem ser considerados, os *direitos inerentes*

²⁵⁸ A definição de Sociedade Aberta pode ser encontrada no artigo 13.º n.º 1 do CVM. Estas sociedades *não constituem um novo tipo societário, mas antes uma modalidade das sociedades anónimas com o capital disperso pelo público*. (António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, 2013, p. 539.)

²⁵⁹ Conforme resulta do disposto no artigo 1.º alínea a) do CVM.

²⁶⁰ Recorde-se que desde a entrada em vigor da Lei 15/2017, de 3 de maio, que este é o único tipo de valor mobiliário, uma vez que a mesma lei veio revogar o artigo 101.º do CVM, assim como os artigos 53.º e 54.º do CVM, que concerniam aos antigos valores mobiliários titulados ao portador.

²⁶¹ Jorge Simões Cortez e Inês Pinto Leite, “As formalidades da Transmissão de Quotas e Ações no Direito Português: Dos Princípios à Prática” disponível em: https://www.mlgs.pt/xms/files/v1/Publicacoes/Artigos/2012/formalidades_transmissao_quotas_acoes_Direito_Portugues_dos_principios_a_pratica.pdf, p. 340).

²⁶² José Marques Estaca, “O destaque dos direitos de voto face ao CVM”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Volume II, Almedina, 2008, cit., p. 1350.

com carácter patrimonial e os direitos inerentes com conteúdo social ou político. Deste modo, é possível que a mesma ação possa ser objeto de negócios jurídicos distintos²⁶³⁻²⁶⁴.

Exposto que fica o regime presente na lei portuguesa sobre a transmissão de ações, no seu geral, cumpre agora determo-nos, no caso concreto das ações de lealdade.

6.3. Seria o Regime Português da Transmissão de Ações coadunante com o fim das Ações de Lealdade?

I. Ora, como sabemos, o regime das ações de lealdade procura que o acionista que a detém a *ação leal* fique condicionado àquela durante um determinado lapso temporal. Por tal, a transmissibilidade daquela ação, durante o período de lealdade, é contrária à essência das ações de lealdade e, por isso, proibida. Deste modo, coloca-se a questão de saber se, à luz da lei portuguesa seria possível a aposição desta limitação temporária.

Como vimos vigora no CSC o princípio da livre transmissibilidade das ações e, as limitações a este princípio devem ser as permitidas na lei, ou seja, as constantes no n.º 2 do artigo 328.º CSC. Resulta, como ressalva SOVERAL MARTINS²⁶⁵, que o artigo 328.º n.º 1 do CSC impede que exista uma proibição temporária de transmissão das ações, a nível do contrato de sociedade. Ora, é a isto que obriga o período de lealdade. Obriga a que o sócio se comprometa a ser detentor daquela ação durante um determinado lapso temporal e que, consequentemente, esteja proibido de alienar essa ação durante esse período de lealdade.

²⁶³ O Autor ressalva como é importante afastar as teorias clássicas que consideram que a situação jurídica do sócio é unitária e que aporta um só direito, consagrado no artigo 276.º n.º 4 do CSC. Para o Autor este princípio foi *fortemente restringido quando da possibilidade de decomposição e divisibilidade do valor mobiliário, e consequente possibilidade de certos direitos inerentes ao valor mobiliário*. (José Marques Estaca, “O destaque dos direitos de voto...”, 2008, cit., p. 1351.

²⁶⁴ O próprio CVM prevê no seu artigo 1.º alínea f) que seja possível destacar os direitos das ações, *desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão*.

²⁶⁵ Alexandre de Soveral Martins em J.M. Coutinho de Abreu, Alexandre Mota Pinto, Alexandre de Soveral Martins, Ana Maria Gomes Rodrigues, Carolina Cunha, Elda Marques, Gabriela Figueiredo Dias, Hugo Duarte Fonseca, João Paulo Remédio Marques, Margarida Costa Andrade, Maria Elisabete Ramos, Nuno, Barbosa, Orlando Vogler Guiné, Paulo Tarso Domingues, Ricardo Costa, Rui Pereira Dias, Susana Aires de Sousa, Código ..., Volume V, 2012, cit., p. 522.

Como tal, somos da opinião que não seria possível a consagração de um regime de limitação da transmissão das ações como é o das ações de lealdade, por o mesmo ser completamente contrário ao disposto no CSC em matéria de transmissão de ações e ser violador do Princípio da Livre Transmissibilidade das Ações.

Em nosso entender, só uma consagração expressa, contrária ao disposto no n.º 1 do artigo 328.º CSC, poderia permitir a aposição desta limitação ao princípio da livre transmissibilidade. Esta conclusão estende-se não só às sociedades anónimas, mas também às sociedades abertas, sendo que nestas últimas existe um reforço ainda um maior do princípio da livre transmissibilidade das ações.

6.4. A Transmissão das Ações no Regime das Ações de Lealdade: As Soluções dadas pela lei Italiana e Francesa.

I. Fora do ordenamento jurídico português, no campo do direito constituído em Itália e em França, como sabemos, existe já um regime consagrado das *Loyalty Shares*, e por conseguinte, resposta para a problemática da transmissibilidade das ações de lealdade. Assim, segundo a lei italiana, no número 3 do artigo 127 *quarter* do TUF, a transmissibilidade da ação *a título oneroso ou gratuito, implica a perda dos benefícios previstos no n.º 1*. Todavia, a norma prevê ainda que se esta transmissibilidade se der *mortis causa, bem como no caso de fusão e cisão*, tais benefícios mantêm-se. Ou seja, sempre que o facto que dá origem à transmissão nasça da vontade do acionista então, a ação perde a sua recompensa. Nestes termos, a transmissão *corta* também a contagem o prazo de lealdade. Note-se que, ainda que fosse admissível, face à legislação portuguesa impedir a alienação de uma ação, não seria possível que face a essa alienação existisse, como consequência, uma perda de direitos anexos a essa ação.

A solução dada pela lei italiana é a mesma que aquela que é oferecida pela lei francesa. O artigo L225-124 do *code de commerce*, determina que qualquer transmissão da ação faz com que se perca o direito a voto duplo concedido nos termos do artigo L225-123 do *code de commerce*. Também no caso da lei francesa se faz uma ressalva para os

casos de sucessão, fusão, cisão e de doação *inter vivos* nos casos em que os beneficiários dessa doação sejam sucessores legítimos do acionista.

Posto isto, cumpre dizer que, em nosso entender, a solução dada quer pela lei italiana, quer pela lei francesa, de perda do benefício em casos de transmissão que partam da vontade do acionista de alienar a ação, é a solução mais adequada, pois tais consagrações legislativas obedecem e cumprem ao fim último das ações de lealdade: envolver o acionista na vida da sociedade. Se a ação de lealdade é alienada, então esse fim não foi cumprido, e como tal, o novo detentor não poderá colher os frutos que advém do período de lealdade.

Considerações Finais

A figura das ações de lealdade nasce como resposta ao combate ao *short-termism* por isso está intrinsecamente ligada à pessoa do sócio, pois este é o seu fim. Como tal, não é possível criar um regime como este fugindo a esta sua *ratio*. Qualquer que seja a solução proposta tem de ser uma solução que respeite a configuração *intuitus personæ* da figura. Em consequência, qualquer solução, ainda que apelidada de ação de lealdade, que viole esta razão de ser, poderá existir mas não nos estes moldes.

Uma das primeiras questões associadas ao nascimento de uma figura como a das ações de lealdade é a temática de saber se a existência das mesmas provocaria uma desvantagem dos sócios que não as possuíssem face àqueles que seriam detentores das mesmas, ou seja, se as mesmas violariam o princípio da igualdade entre os sócios. Do exposto resultou que o CSC permite que existam exceções ao princípio da proporcionalidade e, por isso, uma figura como a das ações de lealdade que daria mais direitos a uns sócios que a outros poderia ser incluída nessas exceções.

Por seu turno, o benefício que nasce em sede de ação de lealdade é um benefício extra, que só existe para os detentores destas ações. Como tal, e pelo seu conteúdo (dividendo majorado e voto duplo), ele apresenta-se como especial face aos direitos gerais e que são adquiridos por todos os sócios. A ideia de, em abstrato, todos os sócios poderem adquirir este tipo de Ações não transforma por si o direito em geral. Se bastasse esta possibilidade abstrata para qualificar como geral um direito, que existe genericamente, então todos os direitos seriam gerais, o que inviabilizaria esta distinção.

Em consequência da nossa visão, que entende como direito especial dos direitos advindos das ações de lealdade então a sua admissibilidade no regime societário português só pode vigorar se os mesmos forem integrados numa categoria de ações. Assim, as ações de lealdade seriam uma categoria de ações onde, quem as detivesse, teria um dividendo majorado.

Esta última conclusão esbarra na primeira premissa do regime das ações de lealdade: ele tem um carácter *intuitus personæ*. Assim, existe uma incompatibilidade absoluta do regime das ações de lealdade, que tem uma ligação profunda com o sócio,

com o regime legal português, que obriga a que as ações sejam agrupadas pelos direitos que conferem, sem consideração pelo sócio enquanto tal.

Não é, portanto admissível, a criação de um regime apelidado de ações de lealdade, como o que existe noutros ordenamentos e com a *ratio* com que nasceu.

Sobre o que ficou dito sobre a possibilidade de existência de um dividendo majorado, o CSC permite que seja possível contratualmente consagrar um regime que dê a uma categoria de ações este direito acrescido e especial. Pode o mesmo existir por si e sem necessidade de qualquer intervenção legislativa. Não pode, no entanto, ser criado nos moldes das ações de lealdade, pelo que se apontou sobre a sua *ratio* e também pelo facto de não ser possível impedir que o sócio aliene a sua ação e, em consequência, perca direitos por essa mesma alienação.

Quanto ao direito de voto extra, ele é totalmente proibido face ao consagrado no artigo 384.º n.º 5 do CSC e, por isso, ainda que considerássemos possível a existência da figura das ações de lealdade no ordenamento jurídico português, a sua recompensa jamais poderia versar sobre a atribuição de um voto duplo ou extra.

Uma outra questão, em nosso entender, não convergente com o regime das ações de lealdade, e por isso também ela impeditiva do mesmo vigorar no ordenamento jurídico português, é o facto de vigorar o princípio da livre transmissibilidade das ações, de não ser possível obrigar o sócio a, durante o período de lealdade, não alienar a sua ação. Tirar essa possibilidade da sua esfera é violar tal princípio.

Mais, ainda que considerássemos que é possível apor uma limitação temporal a esse princípio jamais seria possível que a transmissão dessa ação provocasse uma perda de direitos, visto que os direitos da ação estão sempre dentro dela e a transmissão da mesma comporta a transferência de todos os direitos que esta possui. Resulta, também, deste ponto que a figura das ações de lealdade é contrária ao regime jurídico português.

In fine, decorre das conclusões apresentadas, que não é possível no seio das sociedades anónimas portuguesas, e face ao regime vigente no CSC, introduzir uma figura como as ações de lealdade, nos moldes em que as mesmas nasceram e foram aplicadas em diversos ordenamentos jurídicos.

Bibliografia

ABREU, J.M. Coutinho de , PINTO, Alexandre Mota, MARTINS, Alexandre de Soveral, RODRIGUES, Ana Maria Gomes, CUNHA, Carolina, MARQUES, Elda, DIAS, Gabriela Figueiredo, FONSECA, Hugo Duarte, MARQUES, João Paulo Remédio, ANDRADE, Margarida Costa, RAMOS, Maria Elisabete, BARBOSA, Nuno, GUINÉ, Orlando Vogler, DOMINGUES, Paulo Tarso, COSTA, Ricardo, DIAS, Rui Pereira, SOUSA, Susana Aires de, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume I, Almedina, 2012;

ABREU, J.M. Coutinho de , PINTO, Alexandre Mota, MARTINS, Alexandre de Soveral, RODRIGUES, Ana Maria Gomes, CUNHA, Carolina, MARQUES, Elda, DIAS, Gabriela Figueiredo, FONSECA, Hugo Duarte, MARQUES, João Paulo Remédio, ANDRADE, Margarida Costa, RAMOS, Maria Elisabete, BARBOSA, Nuno, GUINÉ, Orlando Vogler, DOMINGUES, Paulo Tarso, COSTA, Ricardo, DIAS, Rui Pereira, SOUSA, Susana Aires de, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume V, Almedina, 2012;

ABREU, J.M. Coutinho de. Curso de Direito Comercial – Das Sociedades Volume II, 5º Edição, Almedina, Lisboa, 2016;

ALMEIDA, António Pereira de, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume 1, 7ª Edição Reformulada e atualizada, Coimbra Editora, 2013;

ARMOUR, John, DEAKIN, Simon and KONZELMANN, Suzanne J., “Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance”, *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge*, Working Paper No. 266, junho 2003;

ASCENSÃO, José de Oliveira, “As ações”, *Direito dos Valores Mobiliários*, volume II, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, junho de 2000;

BARROS, Ricardo Jorge Seabra, As Ações de Lealdade nas Sociedades Anónimas: Introdução e Limites à sua Transmissibilidade, Dissertação de Mestrado, Universidade de Coimbra, Faculdade de Direito, Coimbra, janeiro de 2018;

BENNEDSEN, Morten e NIELSEN, Kasper Meisner, “Incentive and entrenchment effects in European ownership”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, Issue 9, 2212-2229, 2010;

BURKART, Mike, e LEE, Samuel, “One Share - One Vote: The Theory”, *Swedish Institute for Financial Research (SIFR)*, maio de 2007;

COELHO, Eduardo de Melo Lucas, *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, Lisboa, 1987;

COELHO, Pedro Verga Matos e Miguel, “Short-termism in Euronex Lisbon: An empirical analysis”, *European Journal of Management Studies*, Volume 21, Issue 1, Lisboa, 2016, 49-75;

CORDEIRO, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Lisboa, 2014;

CORDEIRO, António Menezes, *Direito das Sociedades II – Das Sociedades em Especial*, 2ª Edição de 2007, 3ª Reimpressão, Lisboa, Almedina, 2017;

CORREIA, Ferrer, *Lições de Direito Comercial volume II, Sociedades comerciais*, Doutrina Geral, Universidade de Coimbra, 1968;

CORREIA, A. Ferrer, *Lições de Direito Comercial*, volume I, II, III Reimpressão, Lex, 1994;

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2006.

CUNHA, Paulo Olavo, “O Poder dos Sócios”, *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, 2012;

CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as Ações Privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993;

DIAS, Cristiano, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, Lisboa, 2015;

DOMINGUES, Paulo de Tarso, “A distribuição de dividendos”, *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Lisboa, Almedina, Lisboa, 2012;

ESTACA, José Marques Estaca, “O destaque dos direito de voto face ao CVM”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Volume II, Almedina, 2008;

FIGUEIREDO, André, “Voto e exercício do direito de voto”, *Código do Governo das Sociedades*, Almedina, Lisboa, 2012;

FURTADO, Jorge Pinto, “O Voto nas Deliberações de Sociedades”, *Separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura*, Coimbra Editora, 2003;

OMES, Fátima, “Dividendo de Lealdade?”, *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Lisboa, 2012;

GOMES, Fátima, O direito aos lucros e o dever de participar nas perdas nas Sociedades Anónimas, Almedina, Lisboa, 2011;

GOMES, José Ferreira e REIS, Nádia, “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?”, *Revista de Direito das Sociedades*, IX (2017), n.º 2, 323-356.

JACKSON, Gregory e PETRAKY, Anastasia “Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance”, *Report to the Glasshouse Forum*, Suécia, 2011;

LABAREDA, João, Das Ações das Sociedades Anónimas, AAFDL Editora, Lisboa, 1988;

LENNARTS, M. L. “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders”, *European Company Law*, vol. 5 Issue 4, agosto de 2008;

MAIA, Pedro, “Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima”, *Boletim da Faculdade de Direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002;

MARTINS, Alexandre de Soveral e RAMOS Maria Elisabete, Estudo de Direito das Sociedades, 12ª Edição, Almedina, Lisboa, 2015;

MIRANDA, Jorge, “Grupos de Sociedades e Princípio da Igualdade”, *Revista do Tribunal Regional Federal*, 3.º Região-Separata, n.º 79 Set-Out 2006, São Paulo, 2006;

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Grupos de Sociedades, Almedina, Lisboa, 2017;

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 5 2015, Almedina, Lisboa, 2015;

PINTO, Eduardo Vera-Cruz, A Representação do Acionista para Exercício do Direito do Voto- Nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas, AAFDL, Lisboa, 1988;

QUIMBY, P. Alexander, “Adressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, *Florida State University Law Review*, Volume 40, Issue 2, p. 389-413, 2013;

RAMALHO, António Maria Bettencourt da Câmara Magalhães, Ações de Lealdade – Análise da Figura e da sua Admissibilidade no Ordenamento Jurídico Português, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, agosto de 2018;

SANTOS, Nuno Pinto Vieira dos, Ações de Lealdade- a Primazia dos Interesses e da Estabilidade a Longo Prazo da Empresa Social, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2013;

SANZ, Francisco León, “Los Mecanismos de Control Reforzados en Las Sociedades Cotizadas”, *Diario La Ley*, N° 7463, 2010;

Bibliografia Online

CONANHAM, Thomas, LESUR, Lionel, REIGHARD, Lindsey and LEROY, Louis, Rewarding Long-Term Shareolders: European and US Çoyalty Shares Programmes, disponível em: <http://www.mondaq.com/unitedstates/x/629580/Shareholders/Rewarding+LongTerm+S hareholders+European+And+US+Loyalty+Share+Programmes;>

CORDEIRO, António Menezes, Da preferência dos Acionistas na Subscrição de Novas Ações; Exclusão e Violação, disponível em: [https://portal.oa.pt/upl/%7B723d08cd-2fe9-4271-a832-ab20f8f9942b%7D.pdf;](https://portal.oa.pt/upl/%7B723d08cd-2fe9-4271-a832-ab20f8f9942b%7D.pdf)

CORREIA, Ricardo Serra, Os Direitos Especiais à luz do CSC e do Direito da União Europeia-Algumas Reflexões, disponível em: <https://portal.oa.pt/upl/%7Ba5feed4f-e9d0-4f65-9f81-88f8b97a31a0%7D.pdf>;

BENESDSENY Morten e NIELSENZ, Kasper Meisner in The Principle of Proportionality: Separating the Impact of Dual Class Shares, Pyramids and Cross-ownership on Firm Value across Legal Regimes in Western Europe disponível em: https://www.wiwi.unimuenster.de/iw/downloads/Im%20Seminar/ss06/Litss06/T15/16_pp_june.pdf;

BOLTON, Patrick e SAMAMA Frédéric, “Loyalty-Shares: How to Reward Long-Term Investors in Long-Term Investing: An Optimal Strategy in Short-Term Oriented Markets”, novembro de 2012, disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/long-term-value-creation-roundtable-2014-materials/l-shares_EX.pdf;

BOLTON, Patrick e SAMAMA Frédéric, “Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors”, *Journal of Applied Corporate Finance*, volume 25, número 3, Verão de 2013 disponível em: <https://www.fir-pri-awards.org/wp-content/uploads/Article-P.Bolton-F.Samama.pdf>

CORTEZ, Jorge Simões, e LEITE, Inês Pinto, “As formalidades da Transmissão de Quotas e Ações no Direito Português: Dos Princípios à Prática”, disponível em: https://www.mlgts.pt/xms/files/v1/Publicacoes/Artigos/2012/formalidades_transmissao_quotas_accoes_Direito_Portugues_dos_principios_a_pratica.pdf.

DIAS, Gabriela Figueiredo, “Flexibilidade e proporcionalidade em Corporate Governance” disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ConferenciasdaCMVM/Documents/Confer%C3%A2ncia%20FP%20em%20CG%20-%20GFD.pdf>;

DRAGO, Diogo, “Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?” disponível em: <https://www.revistadedireitocomercial.com/loyalty-shares>;

EREIO, Joana Torres, “One share, one vote – os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 20/2016” disponível em:

https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5153/documento/foro_por03.pdf?id=6829;

Methodology for Assessing the Implementation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance, disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264269965-en.pdf?expires=1548961533&id=id&accname=guest&checksum=ECCB9218898BCE7A8840FD0045E808C0>;

FERRARINI, Guido, “One Share- Ones Vote: A European Rule?”, *European Corporate Governance Institute, Working Paper n.º 58/2006*, Janeiro 2006, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875620;

GROUP, OECD Steering Group on Corporate Governance, “Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion”, dezembro de 2007 disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>;

SANTOS, Carolina Ferreira da Silva Cordeiro dos, *Dos Limites à Transmissão de Ações*, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2015, disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/18933/1/TESE%20FINAL.pdf>;

Sites Consultados

<https://www.bancoinvest.pt/poupanca-e-investimento/titulos/warrants/saiba-mais>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=PT>

<https://www.airliquide.com/shareholders/free-shares>

<https://www.eres-group.com/etudes-et-enquetes/apres-lentree-en-vigueur-de-la-loi-florange-64-des-entreprises-du-sbf120-appliquent-le-droit-de-vote-double/>

<https://www.ipe.com/investment/esg/are-loyalty-shares-a-game-changer/10000182.fullarticle>

<https://www.airliquide.com/shareholders/loyalty-bonus>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN>

Jurisprudência

Ac. TRC. de 19/12/2018. Relator Arlindo Oliveira. Processo n.º 3957/17.9T8LRA.C1.

Ac. STJ de 17/04/2008. Relator: Oliveira Rocha. Processo n.º 08B864.

Ac. TRP de 24/04/2013. Relator: Caimoto Jácome. Processo n.º 776/09.0TBMDL.P1